

中兴通讯，价值几何？

公司深度研究

◆市场环境向好，中兴通讯将确定性进入全球前三

根据权威预测机构 Gartner 的数据，全球电信业投资额已在 2010 年探底回升，未来五年将步入温和上涨阶段，复合增速约 4.5%。而近几年的发展成果显示，中兴通讯已成为全球第五大通信设备商，有线、无线、终端、服务等业务均步入世界前列，未来凭借成本优势、市场快速反应能力和融资优势“三大法宝”，将确定性进入全球前三。

◆数据爆发大背景下，LTE、企业网成为行业新热点

在全球数据业务爆发式增长的大前提下，行业新热点不断涌现。终端带来的行业洗牌已让苹果、HTC 等企业脱颖而出；企业网千亿级的市场规模将吸引更多的行业参与者；LTE 商用进程的加速及对下一轮投资的拉动或将成为通信设备业的又一场盛宴。

公司在传统通信领域的地位已无可争辩，下一轮跨越式增长的驱动力正来自上述新业务的拓展。我们认为，内外因素主导下，终端业务的爆发式增长即将来临，如果中国未来能走出全球一流的终端企业，那中兴必将是其中之一。此外，华为通过把握 3G 良机，从国内领先成长为国际领先。而中兴定能抓住 4G 带来的机遇，成为当前同类企业中的最大受益者。

◆长短期看，公司都将迎来价值重估

企业的价值不应受短期业绩的波动发生巨大影响。通过对财务报表的深入分析，我们看到公司海外毛利率较国内低 4 个百分点左右，而销售费用率高于国内 7-8 个点，明显处于拓展阶段，因此采用国内外分开估值更为合理。我们认为，随着海外市场毛利率的回升及销售费用率的下降，其整体估值将不断提升，公司股价存在 70% 的上涨空间。

近期谷歌对摩托罗拉的收购及接连不断的专利战使得知识产权的价值更为明显。继 2010 年新增专利数位居全球第二后，WIPO 公布的 2011 年第一季度的数据，中兴凭借 974 件 PCT 申请量占据全球公司首位。考虑到未来专利重要性日益提升，公司的整体估值还应享受更高的溢价。

◆公司估值处于历史地位，维持“买入”评级

据测算，公司未来三年收入和利润的复合增长率分别达 22.3% 和 32.1%。公司在行业地位、市场开拓、知识产权等方面存在显著的“护城河”，且当前估值处于历史底部，综合考虑，我们判断中兴通讯的合理市值至少应在 1100 亿以上，对应目标价 32 元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	60,273	70,264	89,187	108,289	128,539
营业收入增长率	36.08%	16.58%	26.93%	21.42%	18.70%
净利润(百万元)	2,458	3,250	4,116	5,486	7,491
净利润增长率	48.06%	32.22%	26.64%	33.28%	36.55%
EPS(元)	0.71	0.94	1.20	1.59	2.18
P/E	26	19	15	12	8

买入(维持)

当前价/目标价：18.59/32.00 元

目标期限：12 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号：S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

联系人

宋嘉吉

021-22169315

songjiagi@ebcn.com

盛震山

021-22169168

shengzs@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：34.40

总市值(亿元)：630.91

一年最低/最高(元)：17.29/34.16

近 3 月换手率：35.95%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.73	-5.87	-9.13
绝对	3.36	-15.61	-15.71

相关研报

收入稳步增长，海外拓展存亮点

.....2011-08-31

理性看待公司产品毛利率的短期下滑

.....2011-08-11

理性看待通信巨头间的专利纠纷

.....2011-05-15

投资要件

关键假设

全球电信投资规模在未来五年保持稳步上升，平均复合增速达 4.5%；国内电信业投资在光通信、LTE 等因素推动下保持平稳；公司在终端、企业网和 LTE 领域的推进顺利；毛利率的提升和期间费用率的下降将促使未来海外盈利弹性显现。

我们区别于市场的观点

市场认为，通信行业竞争过于激烈，中兴的整体盈利水平偏低，出于安全边际考虑，离合理估值应给予较大折价。我们认为，市场把公司的业务打包研究，对于其未来盈利的爆发点没有做出准确的判断。因此对企业盈利的提升显得过于悲观。我们判断，一旦海外完成整体战略部署以后，海外盈利的弹性将带动公司整体业绩提升。

同时，市场担心欧美经济的下滑会给中兴海外业务产生较大影响。而我们认为，海外经济环境固然会给通信制造业整体经营造成压力，但也有利于进一步提升公司的市场份额。2008 年的经济危机中，中兴将资金优势更多地体现为低价战略下的扩张。但我们认为，未来市场份额的扩张将不会简单地以牺牲利润作为代价，而会更加强调“质”和“量”的并重。

股价上涨的催化因素

公司在终端、LTE、企业网方面的拓展超预期；毛利率从 2011 年的二季度低谷开始回升，从而带动公司主营业务净利率回升到原有水平。

估值和目标价格

我们从公司业务所处的不同阶段着眼，采用了国内外分开估值的方法。中兴国内业务已呈稳定增长之势，可参照行业平均 P/E 水平；而经深入的财务分析，其海外业务毛利率较国内低约 4 个百分点，而销售费用率高于国内 7-8 个点，明显处于拓展阶段，因此采用 P/S 估值更为合理。综上所述，我们测算公司整体市值应在 1100 亿以上，对应目标价 32 元，维持“买入”评级。

投资风险

全球及国内市场的电信投资规模和增长速度仍存在不确定性；海外拓展进度及毛利率回升低于预期。

目 录

一、市场环境向好，中兴通讯将确定性进入全球前三	4
1.1、全球运营商投资回暖	4
1.2、寡头竞争的决赛阶段，中兴通讯终将进入全球前三	4
1.3、数据佐证，公司细分产品竞争力正不断强化	5
二、把握终端市场格局重塑的机遇	7
2.1、智能化推动下的终端市场格局重塑	7
2.2、当仁不让，终端市场舍我其谁	9
三、借力企业网，实现业务领域再扩张	12
3.1、企业网：不可忽视的千亿级市场	12
3.2、实现电信设备商向IT供应商的转型	14
四、4G成就中兴	16
4.1 全球LTE时代即将到来	16
4.2、LTE竞争力领先将提升公司无线产品整体盈利能力	17
四、专利之争带来无形资产价值重估	19
五、公司的长、短期盈利能力均将改善	20
5.1、上半年毛利率下降缘自扩张战略和结构性变化	21
5.2、毛利率有望企稳回升	22
5.3、成长中的波动不改盈利提升的大趋势	24
六、收入及盈利预测	25
6.1、未来销售收入将稳步增长	25
6.2、期间费用率将稳步下降	26
七、估值与股价催化剂	26
7.1、相对估值	26
7.2、绝对估值	28
八、风险分析	28

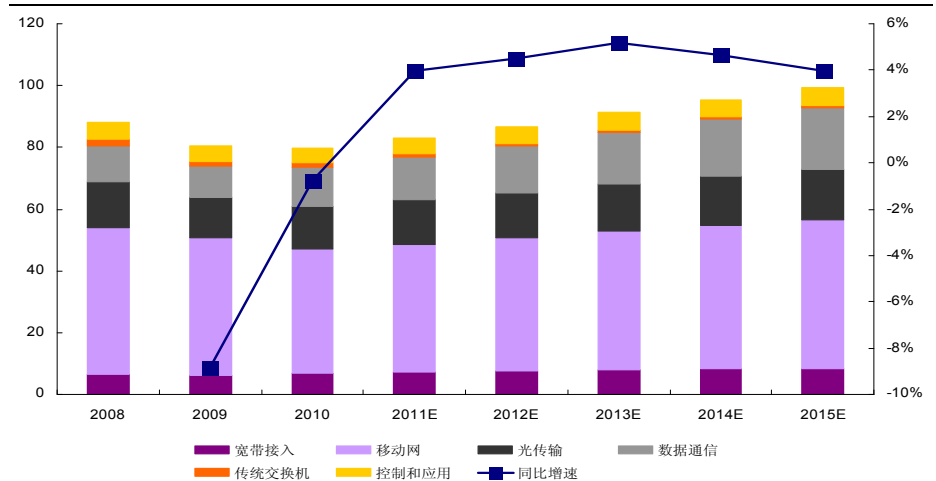
一、市场环境向好，中兴通讯将确定性进入全球前三

1.1、全球运营商投资回暖

根据全球咨询机构 Gartner 在 2011 年 9 月提供的最新预测，全球电信设备的投资规模在经历了连续两年下滑之后，于 2010 年达到底部，从 2011 年开始迎来至少连续五年的温和上升，复合增速 4.5%。我们认为，这意味着全球电信投资规模将稳步探底回升，从而为业内企业的规模扩张提供较好的市场环境。

图 1：全球设备投资额于 2010 年触底并将连续五年稳步上升

2008-2015 年全球电信投资规模统计及展望（单位：十亿美元）



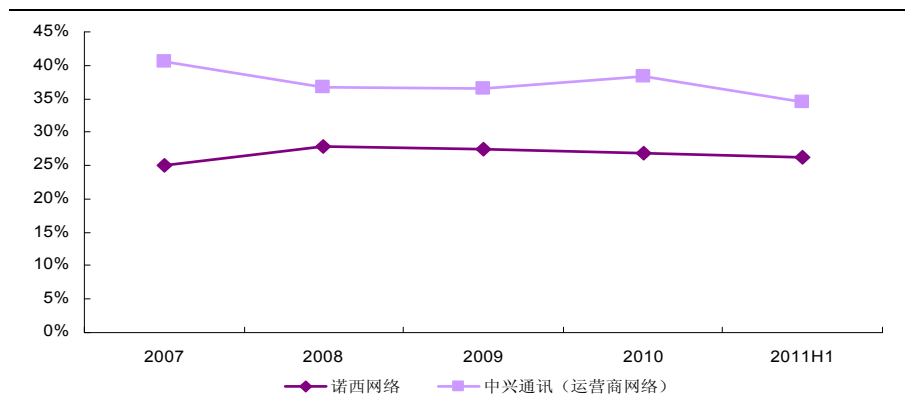
资料来源：Gartner，光大证券研究所

1.2、寡头竞争的决赛阶段，中兴通讯终将进入全球前三

当前，通信设备行业的价格战仍在继续，企业兼并不断深入，竞争态势在目前的格局不可能缓和下来。未来设备业的寡头格局很有可能是由三家左右的主要设备供应商占据总计约 75%-85% 的行业市场份额。从目前的态势看，爱立信在无线领域仍居领头羊地位；华为上升势头强劲，已跃居第二；阿朗虽在传输网领域存在优势，但整体盈利能力下滑已经明显；而作为和中兴规模最为接近的诺西却面临毛利率低下（近四年平均低于中兴 10 个百分点以上）、股权遭出售的风险，因此很可能在下一轮设备商洗牌中淘汰出局。

图 2：诺西低毛利率持续多年，盈利能力堪忧

2007-2011H1 诺西和中兴(运营商网络部分)的毛利率对比

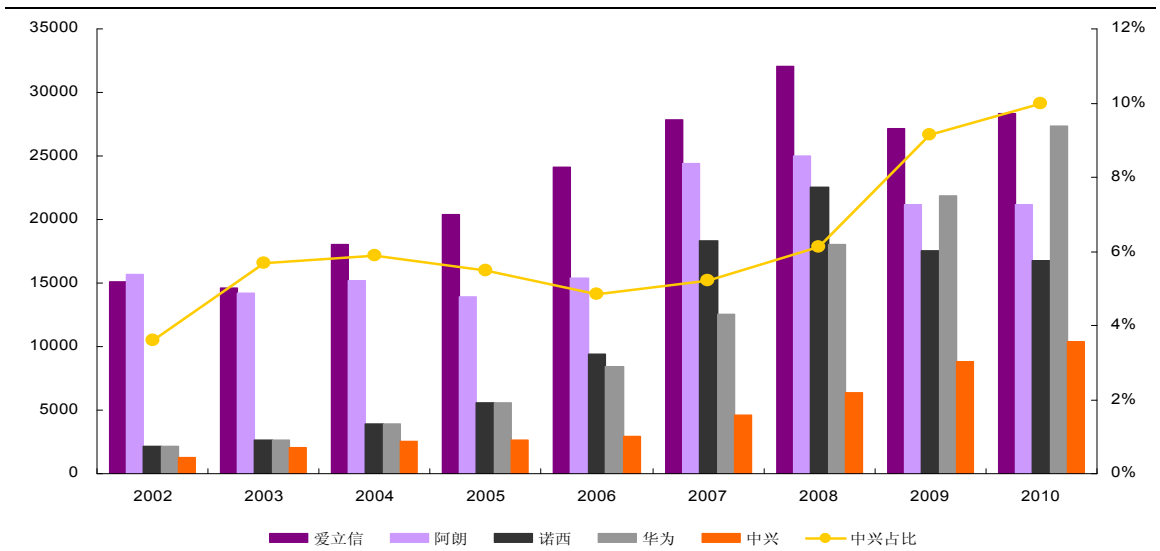


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

我们分析了全球主要电信设备供应商 2002-2011H1 的销售收入数据，可以发现最近的 10 年里，中兴的销售收入及其占比一直在不断提升。

图 3：中兴在全球设备业收入中占比稳步提升

全球前五大设备商收入情况（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

而中兴将有望在激烈的寡头竞争中最终胜出、跻身行业前三甲。做出上述判断，主要是基于三点：

（1）**成本优势**。由于中兴研发、生产主要集中在国内，与海外设备商相比，能拥有更廉价的软硬件工程师，比如其研发人员的平均薪酬只有爱立信的 20% 左右。随着国内高等教育水平的提升，这一优势仍将在未来一段时期得以保持。

（2）**快速反应能力**。相比海外竞争对手，公司的快速方案设计及工程实施能力使其面对棘手的网络问题时能提供更及时的服务，在未来网络工程一体化实施过程中更占优势。

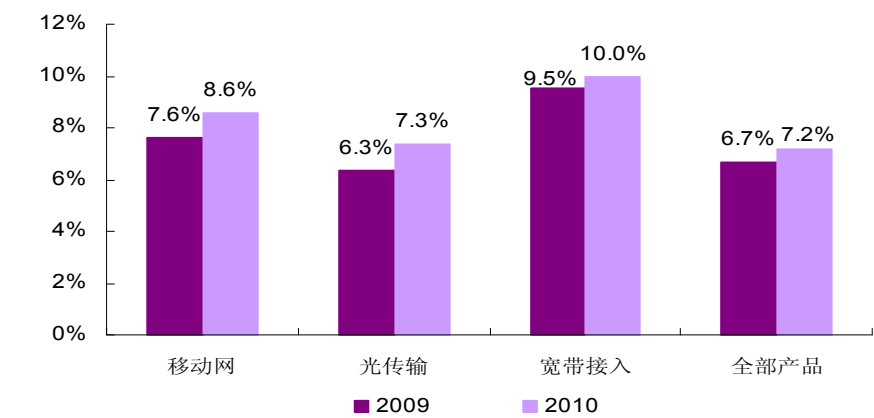
（3）**融资优势**。作为国内首屈一指的通信设备制造商，中兴在业务发展、海外扩张的过程中不断获得政府支持，企业能够大限度地享受国家整体竞争优势的提升。在全球经济下行的环境下，更为其提供了海外突破的动力和保障。

1.3、数据佐证，公司细分产品竞争力正不断强化

我们看到，在过去的几年中，公司产品竞争力的提升正不断被数据佐证。有线、无线、终端、数通产品的进步有目共睹。

图 4：公司各大类网络产品的全球市场份额稳步提升

2009-2010 中兴通讯各种网络产品的市场份额



资料来源：Gartner，光大证券研究所

根据 Gartner 的统计,2010 年公司系统设备总体市场份额上升 0.5 个百分点至 7.2%，其中移动网、光传输、宽带接入设备的市场份额分别达到了 8.6%、7.3% 和 10%、均有所提升。2010Q4 公司交换机市场份额达到全球第二、增速最快，新推出的 T8000 高端路由器产品亦于业内首次完成 EANTC 100G 独立测试，有望迅速打开市场。

表 1：公司综合产品竞争力继续稳步提升

中兴通讯各产品线竞争力情况

产品线		地位描述	行业排名&竞争力变化	来源
有线产品	PON/DSL	稳步提升	2010 年全球市场份额达到 10%、位列第四，其中 GPON 收入增长率第一，GPON OLT 排名第三。	Gartner OVUM
	光传输	稳步提升	2010 年升至全球第三，超越 Fujitsu 及与北电合并后的 Ciena。	Gartner
无线产品	GSM	显著提升	新增市场份额全球前三。2005-2009 年复合增长率 85%；2010 年同比增长 53%、出货 115 万载频。	公司报道
	UMTS	显著提升	2010 年实现跨越式发展，国内市场份额进入前三，更规模突破西欧市场，高端 MTO 市场进一步发展，全球应用总规模达到 30 万载频。	公司报道
	CDMA	保持领先	2006-2009 连续四年基站出货量和新增合同数居全球第一（全球 30% 以上、国内 40% 以上）；服务全球 70 多个国家和地区的 120 多家运营商；EV-DO Rev.B 及 CDMA/LTE 双模解决方案保持领先。	IDC
	LTE	自始领先	综合竞争力评测排名第三、2010 年及 2011Q1 新增合同数均排名第三。	OVC
	WiMax	保持领先	新增市场份额位列全球前三。公司的 WiMAX 网络在全球 38 个国家的 53 个 WiMAX 网络成功部署，并突破日本、欧美等发达国家市场。	Frost & Sullivan
终端产品	移动终端	稳步提升	2011Q2 全球市场份额上升至 3%、位列全球第五，该比例比 2010 年同期上升了 1.2 个百分点。	Gartner
数通/多媒体产品	IPTV	保持领先	全球市场份额第三（11%），亚洲第一、中国第一	Frost & Sullivan
	路由器/交换机	显著提升	2010 年，中国区市场份额跻身第三（16.3%），在中东与非洲市场排名第四（8.1%），其中 2010Q4 交换机市场份额全球第二、增速最快；T8000 产品于业内首次完成 EANTC 100G 独立测试。	OVUM

资料来源：公司公告&新闻报道、光大证券研究所

在细分产品方面，中兴通讯的 CDMA、WiMAX、IPTV 产品始终保持着行业领先地位；宽带接入、光传输、移动终端产品实现了市场份额的稳步提升；GSM/UMTS 以及路由交换产品的市场份额和竞争力实现了显著提升；LTE 产品则从一开始就处于综合竞争力和签约数量位列全球前三的行业领先地位。

在传统的通信设备领域，中兴的竞争力已然建立，我们在本篇报告中不再赘述。未来随着数据业务量的爆发式增长，通信行业的新热点不断涌现，以原有通信设备为基础，不断向周边 IT 领域纵深渗透的趋势已经越来越明显，终端、企业网、LTE 成为三大热点，而这些都有望成为中兴通讯长期增长的新引擎。

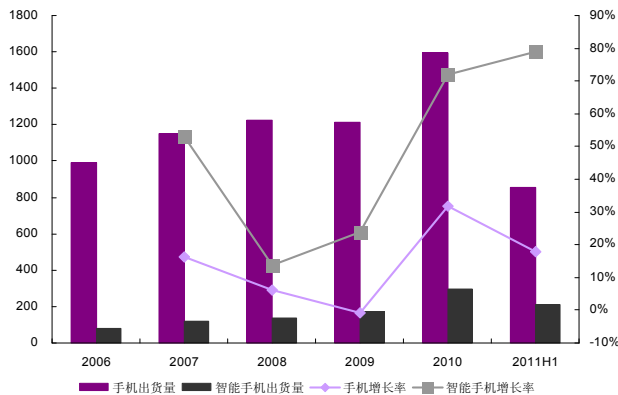
二、把握终端市场格局重塑的机遇

逻辑概述：如今，智能手机在销量和普及率上均得到快速提升，我们在分析终端行业格局变化及主要参与者成败原因的基础上，着重论述中兴手机能够成功的外因和内因，如果中国未来能走出全球一流的终端企业，那中兴必将是其中之一。

通信技术升级带来的移动互联网普及为智能手机的快速发展奠定了基础，根据 Gartner 的预测，2011 年全球智能手机销量将达到 4.68 亿部，较 2010 年增长 58%，远高于功能手机的增长速度。

图 5：智能手机增速远高于均值

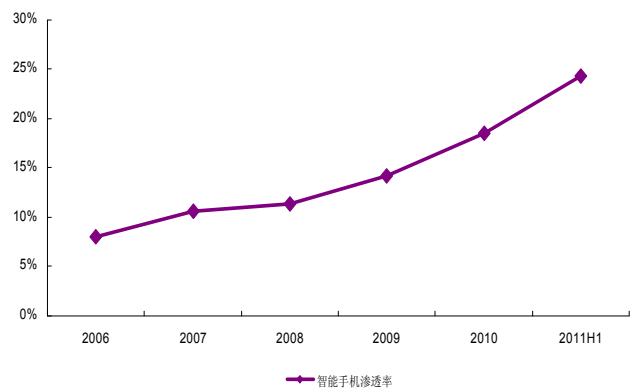
2006-2011H1 智能手机增长情况（单位：百万部）



资料来源：Gartner，光大证券研究所

图 6：智能手机渗透率稳步上升

2006-2011H1 智能手机渗透率情况



资料来源：Gartner，光大证券研究所

截至 2011 年 6 月底，全球智能手机的渗透率已达 24%，规模渐大的市场为各大厂商提供了竞争的平台，市场格局也正因此而重塑。我们通过剖析 HTC 等公司的成长历程，给投资者展示中兴手机成功的必然性。

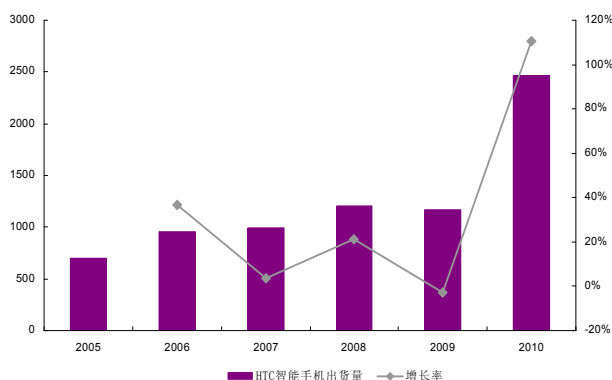
2.1、智能化推动下的终端市场格局重塑

HTC 在智能机时代崛起的启示

HTC 早期一直致力于为微软、COMPAQ 等世界知名品牌代工生产，2006 年，公司提出品牌化之路之后，向市场推出多款自主品牌产品。根据 iSuppli 最新数据，2011 年第二季度 HTC 手机出货量达到 1197 万台，同比增速达 136%，智能手机市场份额从去年 8% 上升为 11%。仅仅几年的时间，HTC 便从一个名不见经传的品牌挤进全球前五大智能手机供应商。

图 7：HTC 出货量迅猛增长

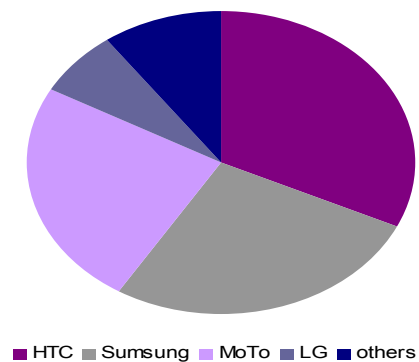
2005-2010 年 HTC 智能手机出货量情况（单位：万部）



资料来源：HTC，光大证券研究所

图 8：HTC 占据 Android 最大市场份额

2010 年 Android 智能手机厂商份额图



资料来源：Flurry，光大证券研究所

公司转型成功的原因在于：

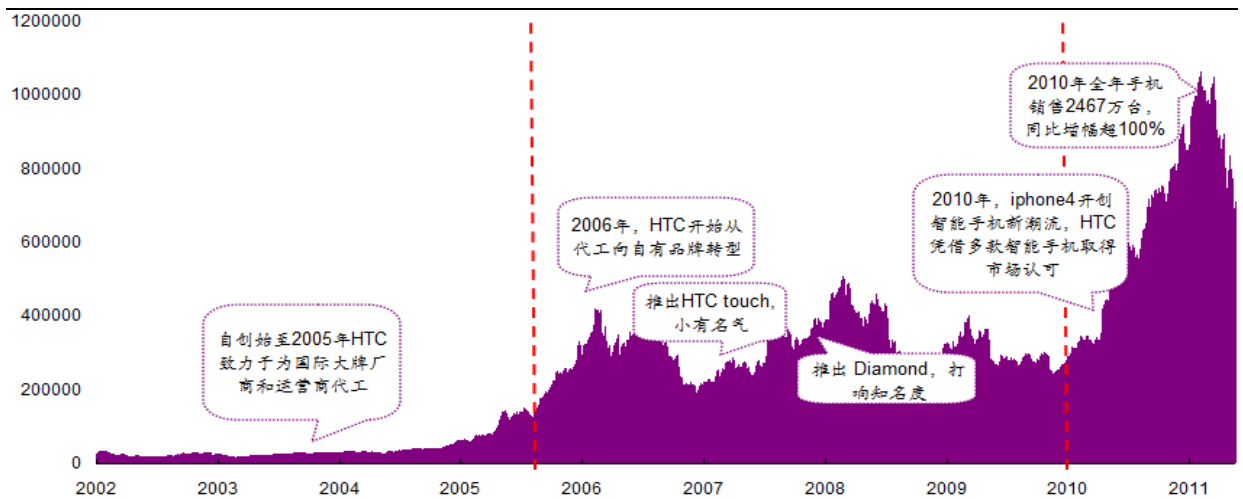
(1) **突出的创新研发能力。**多年来 Pad 和智能手机的 ODM 为其积累了丰富的行业技术经验。相比于单纯的代工组装，ODM 需要企业有较强的设计能力，使得 HTC 在代工时期便致力于掌上电脑和智能手机的研发。公司每年研发费用率维持在 5-10%。

(2) **借力 Android，鲲鹏展翅。**HTC 可视为 Android 市场中的最大受益者，

第一部 Android 手机 G1 便出自 HTC 之手，此后的每款 HTC 手机也因此被市场称为 G2、G3，体现了 HTC 对 Android 系统的理解之深。实际上，自 G1 之后，HTC 便开始从其一直关注的 windows mobile 系统转向 Android，事实证明其转型是明智的。根据咨询机构 Flurry 的数据，2009 年 HTC 曾占据 Android 高达 67% 的市场份额，2010 年由于三星、摩托罗拉的强势进入，HTC 在 Android 的份额有所下滑，但仍然凭 32% 的份额占据 Android 第一的位置。

图 9：HTC 市值 9 年攀升 30 倍

HTC 市值变化图及公司主要发展历程（单位：百万新台币）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

（3）借助运营商定制实现全球拓展。公司早期就开始运营商定制化策略，并通过产品质量和口碑使得运营商愿意在其定制机上加上 HTC 的商标以获取消费者认同，通过与运营商“双品牌运营”的模式，HTC 更深入地了解全球消费者的喜好、更迅速地响应本土化市场需求并能以更低的渠道成本实现大规模销售，成为推动其品牌国际化、产品快速铺货的重要因素。

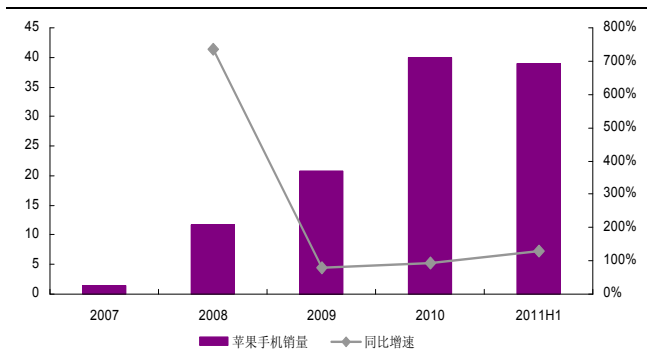
技术变革时代，弯道超车时机来临

除 HTC 外，纵观全球市场，苹果的崛起举世瞩目，依托“硬件+软件+平台”的垂直一体化模式在终端市场独占鳌头。而三星也同样是终端洗牌的受益者，“三星模式”所强调的手机产业链一体化为智能机发展奠定了基础。其同时支持 Windows Mobile、Android、Symbian 等几乎所有的操作系统，还推出了自有的手机平台 bada，保证市场上存在系统各异的产品供消费者选择。

反观 2G 时代的霸主，诺基亚却至今始终未有颠覆性的高端智能机面世，在市场竞争中全面处于劣势。我们认为，智能机时代，用户的个性化诉求难以通过 Symbian 系统得以满足，而和英特尔合作开发的 MeeGo 系统又进展缓慢，不能在短期内形成规模效应，市场份额下滑之势短期难以扭转。

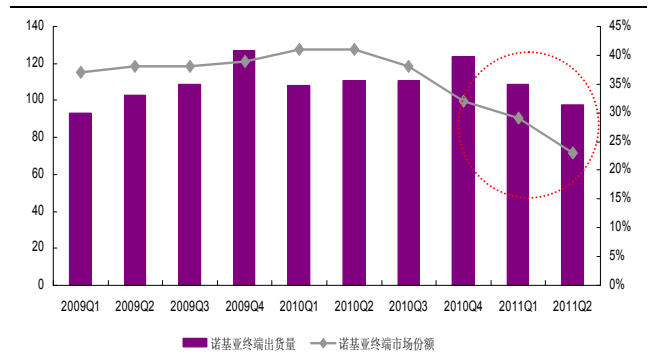
综上所述，技术变革的时代，为行业参与者，尤其是中兴这类在通信领域积累深厚的企业提供了“弯道超车”的机会。

图 10: 苹果手机销量连年翻番
2007-2011H1 苹果手机增长情况 (单位: 百万部)



资料来源: IDC, 光大证券研究所

图 11: Nokia 终端市占率加速下滑
2009Q1-2011Q2 诺基亚出货量及市占率情况 (单位: 百万部)



资料来源: Nokia, 光大证券研究所

2.2、当仁不让，终端市场舍我其谁

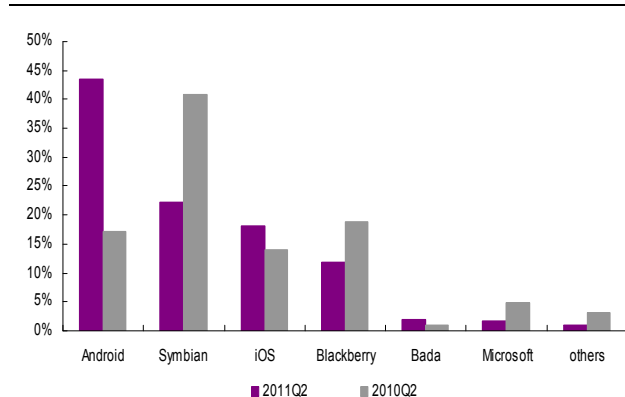
回顾中兴在手机终端领域 13 年的市场历练及研发积累，其能进入全球手机销量前五已是必然。2011 年中报显示，公司终端整体出货量达到了 6000 万部，与去年同期相比增长约 40%，其中手机 3500 万部，相比增长约 30%，而终端销量达到 500 万，实现了同比 400% 的增长。我们预计公司 2011 年终端业务的收入将达到 249 亿元，同比增速达 38.7%。

9 月 23 日，公司明星机型 Blade V880 再获中国联通独家 200 万台包销订单，成为三个月前宣布包销 100 万台 Blade V880 后的又一次合作。作为联通的首款签约千元机，Blade 拉动联通新增 3G 合约用户量达到 21 万户，一举超越苹果 iPhone 成为头号明星机型。我们认为，如果中国未来会走出全球手机领域的巨头，中兴必是其中之一。

外在因素：Android 兴起导致诺基亚衰退的机遇

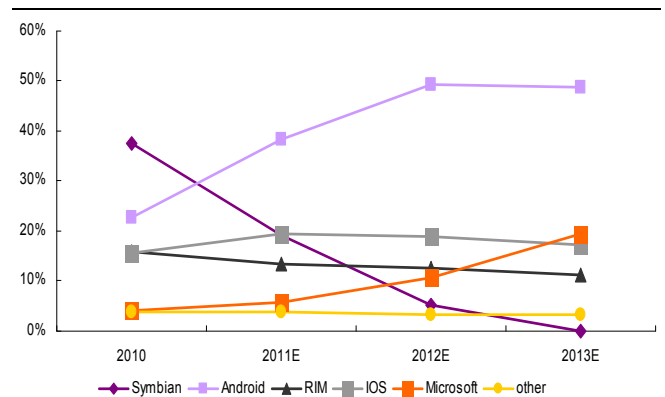
一方面，Android 的兴起已是大势所趋，据 Gartner 的统计数据显示，截至 2011 年 6 月，采用 Android 平台的智能机占比高达 43%，相比去年同期大幅上升 26 个百分点，一举取代了此前 Symbian 的领导者地位。虽然 Android 存在安全性、续航能力等不足，但系统的开放性还是吸引了绝大多数的厂商。

图 12: Android 系统渐成主流
2011Q2 与 2010Q2 智能手机操作系统占比情况



资料来源: Gartner, 光大证券研究所

图 13: 未来三年 Symbian 系统或将退出舞台
2010-2013 年 各操作系统占有率情况



资料来源: Gartner, 光大证券研究所

中兴很好地把握住了 Android 崛起的机遇。首先，其强大的研发能力保证了丰富的产品线。在今年 ZTE 智能终端品牌战略暨新品发布会上，中兴发布了 11 款智能终端产品，涵盖从 WCDMA、EVDO、TD 到 LTE 的全部制式，形成了

包括智能手机、平板电脑、Internet Box 的三大品类，以及 Skate、Blade、Light Tab 三大明星产品。“三大系列、三大品类、三大明星产品”的战略可满足不同用户在不同场景下的使用需求。

其次是服务提供能力。我们认为，未来的智能终端不仅是简单的通讯工具，更是获取互联网服务的平台，用户可通过终端自主获取服务。目前，中兴自有的应用商店“汇天地”已投入使用，内容提供也成为公司的研发方向之一。

图 14: Blade: 高性价比 Android 智能机
ZTE 明星终端 Blade



资料来源：互联网，光大证券研究所

图 15: Light Tab: 支持运营商深度定制
ZTE 明星终端 Light Tab



资料来源：互联网，光大证券研究所

另一方面，全球终端市场已进入稳定增长的时期，若此前的竞争者地位稳定，则对于中兴这样的后发者而言，快速增长的难度可想而知。如今，正是因为诺基亚已难再现功能机时代的高市占率，随着其市占率的下滑，中兴获得了难得的“弯道超车”机会。

表 2: 2011 年第二季度 Nokia 市场份额持续下滑

全球主要终端厂商 2011Q2 发货量及市占率情况

公司排名	2011Q2	2011Q2	2010Q2	2010Q2
Nokia	97.9	22.8%	111.5	30.3%
Samsung	69.8	16.3%	65.3	17.8%
LG	24.4	5.7%	29.4	8.0%
Apple	19.6	4.6%	8.7	2.4%
ZTE	12.7	3.0%	11.6	1.8%
RIM	13.1	3.0%	6.7	3.2%
HTC	11.0	2.6%	5.9	1.6%
Motorola	10.2	2.4%	9.1	2.5%
Huawei	7.3	2.1%	11.0	1.4%
Sony Ericsson	9.0	1.7%	5.3	3.0%
Others	153.7	35.8%	103.4	28.1%
Total	428.7	100%	368.0	100%

资料来源：Gartner，光大证券研究所

据 Gartner 及 iSuppli 的统计数据,2011 年上半年,诺基亚的终端出货量为 2.05 亿部,市场份额约为 24%,同比下滑 6.5 个百分点;其中智能终端约 4090 万部,市场份额约为 19.2%,同比下滑幅度约 20 个百分点。这部分退出出来的

市场份额中，高端市场主要由苹果替代，中端市场由 HTC、三星替代，而中低端市场则给中兴、华为提供了新的机遇。

内在因素：差异化竞争和对通信设备的理解是关键

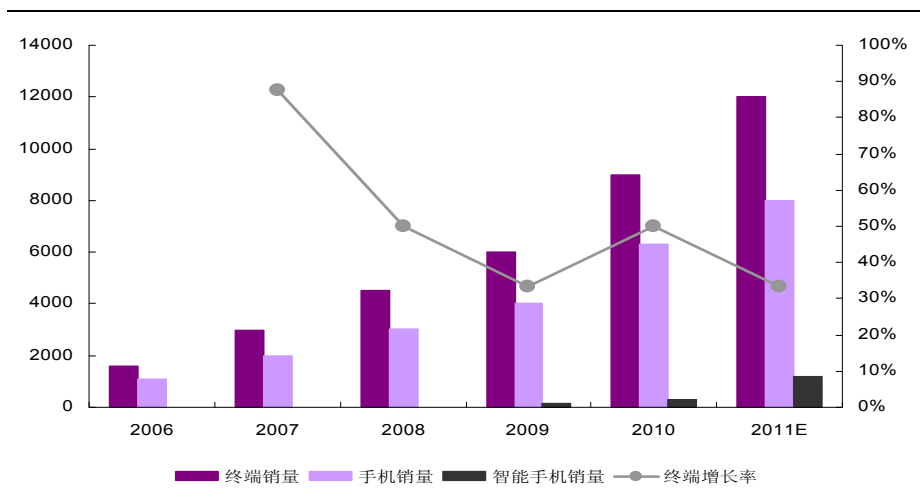
外在条件的成熟为中兴终端业务发展提供了空间，而内在能力的具备方能使公司把握跨越式发展的机遇。

低成本的差异化竞争优势

目前，中兴通讯智能终端研发团队人数已发展到 4000 人，强大的开发能力可保证其具备差异化竞争的能力。通过我们的调研发现，现在运营商的差异化需求明显，同一款手机根据细分需求差别，将有 100 个以上的定制化版本，公司每年终端研发费用占比为 5-6 个点，保证了产品能紧跟客户需求。

图 16：ZTE 终端出货量稳步提升

2006-2011 年 中兴终端出货量情况（单位：万部）



资料来源：光大证券研究所

技术积累方面，截至 2011 年 3 月底，中兴通讯终端的国内专利申请数量为 5022 件、国际专利申请数量为 1503 件，其中 3G 终端专利申请已超过 1500 项，居中国厂商之首。

深刻的行业理解不可忽视

深耕通信设备领域 20 多年，公司对行业的理解不容忽视。我们认为，一方面体现在强有力的市场拓展能力上，凭借此前和运营商的合作关系，公司能快速地将借助运营商渠道销售终端，有效地降低了经营风险。

表 3：借力海外运营商，加速市场拓展

近期中兴终端海外进展情况

时间	合作运营商	事件
2010 年 5 月	法国电信	首款基于 Android 系统新款智能手机 Link 和触摸式手机 Cute 在法国销售
2010 年 6 月	3UK (英国)	发布首款双 LOGO 手机 ZTE F930
2010 年 8 月	Vivo(巴西)	在巴西市场推出两款新型手机，包括巴西首款 Android 智能系统中兴手机 ZTE X850 和针对信息服务的 ZTE X990

2010 年 9 月	Verizon (美国)	在美国市场正式推出中兴通讯的 Salute 手机
2010 年 9 月	Orange (英国)	Blade 在英国上市
2010 年 11 月	T-Mobile(匈牙利)	双方合作的首款 ZTE 品牌手机 Blade, 正式进入匈牙利市场
2010 年 12 月	日本软银	首款 Android 智能手机 Libero (即 ZTE Blade, 软银代号 SoftBank003Z) 在日本销售

资料来源：光大证券研究所

例如 2009 年, 中兴首先通过数据卡进入日本市场; 2010 年 5 月, 公司为软银定制了手机终端, 表明其逐步进入定制手机领域, 和运营商的关系更进一步; 同年 12 月, 更将明星终端 Blade 推广至软银。我们认为, 这种“以设备带终端, 以终端促设备”的策略在未来拓展发达国家用户时仍将奏效。

2011 年 9 月 16 日, 中兴通讯在马德里时装周期间与运营商 Telefonica 合作正式发布了其最新的 4.3 英寸大屏幕智能手机 Skate。下月, 该款终端亦将在国内发售, 并有望复制 Blade 的销售热潮。

三、借力企业网，实现业务领域再扩张

逻辑概述：电信设备业的发展及成熟以使其垄断竞争的格局越发明显，当年“一本万利”的时代已不复返。以运营商为核心的产业链特点让设备供应商普遍缺乏显著的议价能力。借进军企业网之机，跳出原有传统电信设备业，成为更全面的 IT 供应商，对于中兴而言不仅是盈利的加强，更有估值的提升。

3.1、企业网：不可忽视的千亿级市场

运营商市场外的又一片天空

我们将电信运营商以外，其他行业所建的专用数据通信网络统称为企业网。随着行业信息化应用的推进，网络已不仅仅扮演企业信息化基石的角色，而是越来越多地参与到核心业务中，例如 ERP、PDM、CRM、订单管理系统、视频会议、IP 监控、语音系统等，其在提升企业运行效率方面起着日益重要的作用，正因如此，企业网已成为国家产业政策重点支持的对象。

表 4：行业需求差异性较大，企业网市场值得深耕

企业网建设对于各个行业的意义

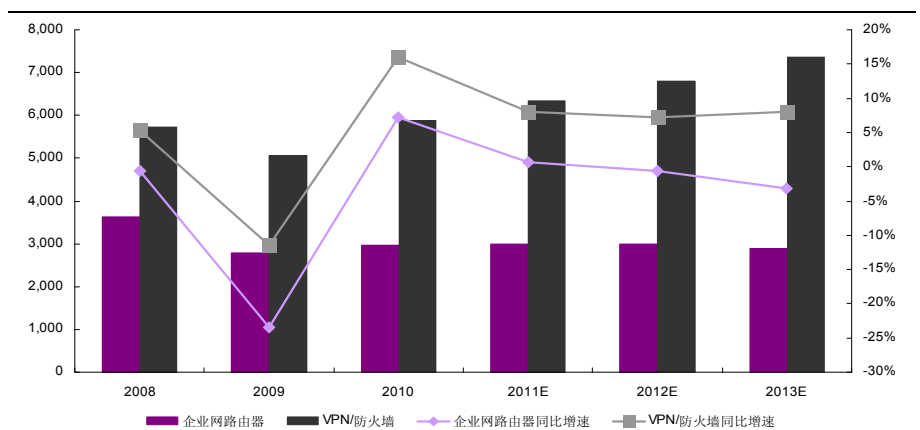
所属领域	企业网效用
政府	支持政府热线解决方案、应急指挥中心、电子政务外网平台等系统，既是展示政府形象、服务百姓的窗口，又承载了各级厅、局、委、办的电子政务外网应用，可大大提升了政务效率
电力能源	电力企业供电网络覆盖范围扩大，变(配)电站/所增多，分布点渐广；且日常行政管理、生产计划、电力调度等也需要企业网的支持
广电	各级广电机构，局点多，地域跨度大，业务交流，培训学习，突发重大事件的快速响应，透明准确的报道第一手信息都对企业网信息化建设有迫切需求
交通	国家“十二五”规划了“四纵四横”铁路快速客运通道，预计到 2014 年我国 250km/h 等级以上高铁里程将达到 2.8 万公里，高铁调度、智能监控等信息化需求较大
金融	金融企业内部机构庞大，分设机构横跨各省市区域和海外，同时知识更新快，各种业务（如银行的信贷业务、保险公司的险种等）推陈出新速度非常迅速，企业联络解决方案不可或缺

资料来源：华为，光大证券研究所

企业网定义较为宽泛，从设备角度看，主要涉及交换机、防火墙、路由器、数据存储、语音、视频等，其中交换机、防火墙、路由器的使用范围最广，所需投资规模较大。根据 Gartner 的统计数据，近几年来全球企业网路由器市场规模保持在 30 亿美元附近，主要包括接入路由器和骨干级路由器两大类。通过我们和行业的交流，未来企业网路由器将一定程度上提供 VPN 和防火墙的功能，向多业务、多功能化发展的趋势日趋明朗。

图 17：路由器、VPN/防火墙市场总规模近百亿美元

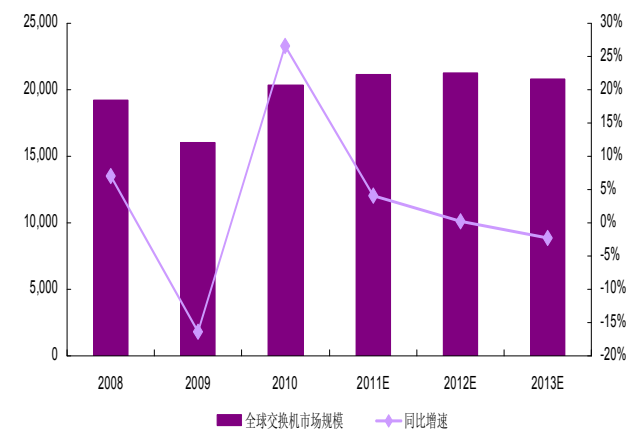
2008-2013 年 全球企业网路由器、VPN/防火墙市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Gartner, 光大证券研究所

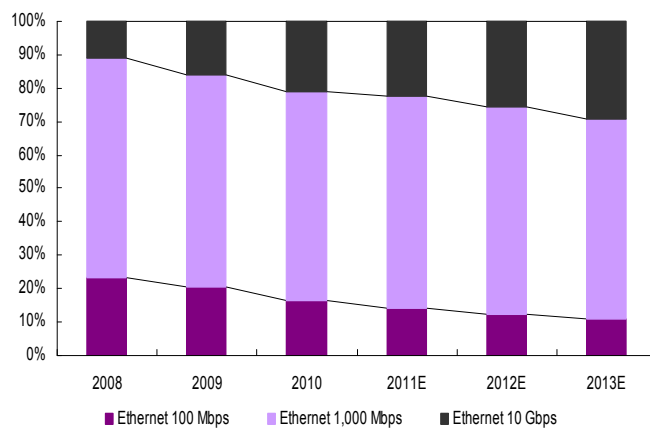
考虑到企业网的建网特点，交换机的市场需求规模更大，Gartner 统计数据显示，到 2010 年底，全球企业网交换机市场规模达 203.5 亿美元，同比增长 26.7%，未来三年，该市场的体量仍将维持在 200 亿美元左右。同时，我们注意到，高速以太网交换机将渐成主流，2010 年，百兆交换机占比仍达 16.4%，而到 2013 年，千兆以上交换机的占比将超过 90%。

图 18：交换机市场规模达 200 亿美元
2008-2013 年全球企业网交换机市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Gartner，光大证券研究所

图 19：高速设备占比日益提升
2008-2013 年不同带宽设备占比情况



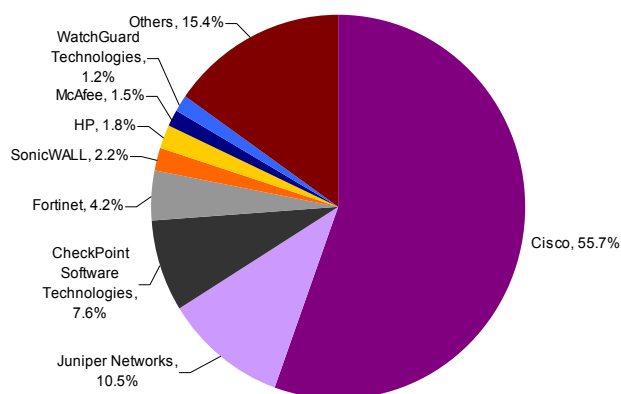
资料来源：Gartner，光大证券研究所

处于经济转型期的中国对于信息化建设的需求更甚。2011 中国 IT 市场年会公布数据显示，2010 年中国企业级 IT 市场实现销售收入达 208.5 亿元，同比增长 10.1%，成为全球增长最快的区域之一。战略性新兴产业规划推动下，金融、电信、能源、交通、政府等行业 IT 应用需求旺盛，而虚拟化应用、绿色节能、下一代数据中心、云计算等技术和应用逐步落地。CCID 预计，到 2013 年中国企业级 IT 市场规模将达到 300.4 亿元，复合增速为 13.0%。

Cisco、Juniper 领跑企业网市场

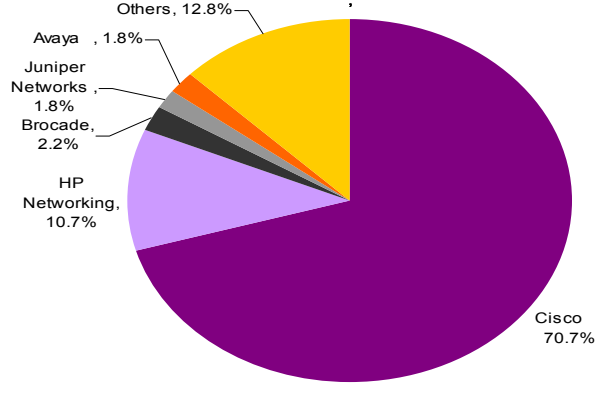
就目前全球企业网的市场格局而言，Cisco 可谓一家独大，Gartner 报告数据显示，2010 年 Cisco 在企业网路由器和交换机市场的份额分别达到 55.7% 和 70.7%，且近年来基本保持稳定，垄断优势明显。而在高速核心网路由器市场中，Juniper 则全球领先，由于采用了独特的体系架构，在数据流量暴增的时代，有助于运营商网络发挥更高的效率。

图 20：在企业网路由器市场中，Cisco 一家独大
2010 年全球企业网路由器市场份额占比



资料来源：Gartner，光大证券研究所

图 21：Cisco 在企业网交换机市场集中度较高
2010 年全球企业网交换机市场份额占比



资料来源：Gartner，光大证券研究所

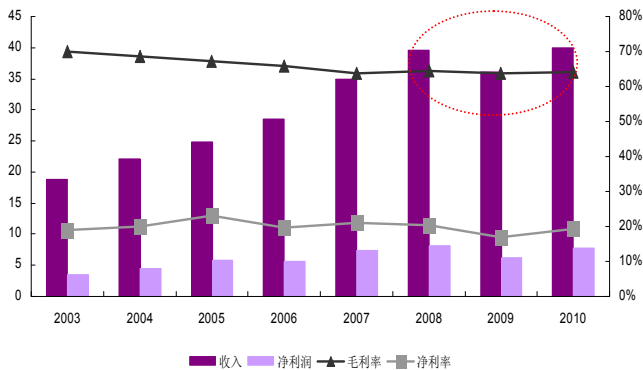
由于企业网客户分散，对销售及渠道要求较高，同时，中高端设备也有较高的技术门槛，使得企业网设备的毛利率高于传统通信设备。分析行业标杆公司的财务数据可以看出，凭借先发优势，Cisco 盈利能力保持稳定，2003-2010 年间，平均毛利率和净利率分别达到 66%、20%，表明其在企业网领域具备较宽的“护城河”。但近年来，受市场竞争加剧的影响，其交换机、路由器产品的收入规模止步不前，甚至出现负增长，以致总收入难以突破。

Juniper 作为该领域的后起之秀，虽收入规模远小于 Cisco，但成长迅速，2003-2010 年，其收入复合增速达 28.7%，远高于思科 11.3% 的水平，而路由

器产品的增长仍是主要驱动力。同时，我们注意到，虽然公司净利率受营业外损益影响波动较大，但平均毛利率亦维持在 67% 附近，盈利能力较强。

图 22: Cisco 盈利能力保持稳定

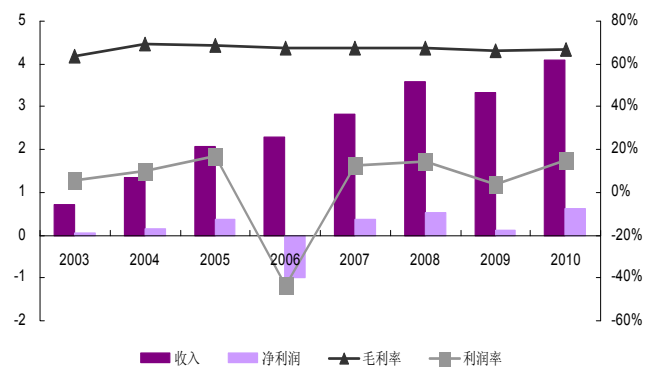
2003-2010 年思科收入及盈利情况 (单位: 十亿美元)



资料来源: Cisco, 光大证券研究所

图 23: Juniper 收入规模不断提升

2003-2010 年 Juniper 收入及盈利情况 (单位: 十亿美元)



资料来源: Juniper, 光大证券研究所

3.2、实现电信设备商向 IT 供应商的转型

我们认为，企业网市场以其广阔的市场空间、多样化的行业用户、丰富的设备需求，为中兴通讯跳出原有以运营商为主的电信设备市场提供了绝佳的机遇，可以预见，不久的将来，公司将转型成为产品线更为完善的 IT 供应商。通过和业内交流，我们认为，中兴通讯立足企业网具备三大优势：

产品线齐全，系统集成能力强

企业网所需设备上至交换机、路由器、防火墙，下至电源、视频、云存储，对于供应商的产品线提出了更高的要求。

通过分析全球市场及国内市场，我们发现，思科目前虽在企业网设备领域一家独大，但一方面产品性价比较低，对于价格敏感型企业并不适合；另一方面，其对无线通信并不擅长，未来在全业务集成上不占优势。而 Juniper 仅擅长核心路由，产品线更少。国内知名厂商 H3C 虽已建成成熟的分销体系，但总体实力与中兴相比仍有差距。

高端数通产品突破初显成效

近几年来，中兴通讯向高端数通产品的突破初显成效。基于 T8000 平台推出的 M6000/T8000 高端数通产品，在芯片技术、成本控制等方面均有较大进展，在 Cisco、Juniper 等少数企业控制的高端市场抢占了一席之地。2010 年中兴通讯数通产品在运营商市场份额中国区跻身第三，达到 16.3%，而前两名市场份额均出现不同程度下降。

2011 年 6 月，中兴 ZXR10 T8000/M6000 顺利通过 EANTC 100G 独立测试，成为业界首家完成该项测试的路由器设备，确立了业内 100G 领先的地位。截至 2011 年上半年，该产品已经在国内三大运营商，以及亚太、东南亚、欧洲、中东、非洲等国家成功商用，总出货量超过数千台。

2011 年 9 月 16 日，公司宣布中标中国电信高端数通集采项目，M6000 SR 和 M6000 BRAS 分别中标集采 18.7% 和 20.5% 的市场份额。并凭借出色的供货和工程实施能力，在合同签署一个月内完成全部到货及安装。

丰富的运营商服务经验利于重点市场突破

中兴的竞争策略是：抓紧市场拓展，积极开拓客户，依托原有优势，突破重点行业。凭借原有在电信行业的运营经验，公司能快速切入到铁路、军队、电力、能源、煤炭等易于垂直渗透的行业。

图 24：中兴企业网平台功能完整
结合云计算和企业需求的支撑平台



资料来源：中兴通讯，光大证券研究所

图 25：高清视频会议已逐步普及
中兴 Truesee 远程呈现系统



资料来源：中兴通讯，光大证券研究所

同时，通过原有电信设备的全球化营销网络，企业网得以快速进军海外。公司已在印度建立了专门的企业解决方案团队，还将设立全国性的分销网络，包括分销商、系统集成商和二级渠道合作伙伴等。

综上所述，我们认为，中兴在物联网、云计算方面的深厚积累以及丰富的企业网产品解决方案将推动该业务高速增长，且考虑到企业网的高毛利率，有望为公司贡献更多业绩。我们预测，公司 2011 年企业网收入规模约为 60 亿元，2012 年有望达到 100 亿。

四、4G 成就中兴

逻辑概述：全球 LTE 时代的来临已不仅仅停留在纸面上，这从参与的国家、运营商、试验网数目方面都可佐证。如果说 3G 成就了华为的飞跃，那么根据当前的综合竞争力及在手订单数可以大胆预测，4G 时代中兴的增速将最快。

4.1 全球 LTE 时代即将到来

根据 GSA 的统计，截至 2011 年 8 月 31 日，已经有 85 个国家的 137 个运营商在投资 LTE，其中已投入商用的 LTE 网络 26 个，这一数字将在 2012 年底达到 93 个以上。GSA 预计，未来 5 年高速移动互联网需求的增长将推动电信运营商投资近 1000 亿美元。

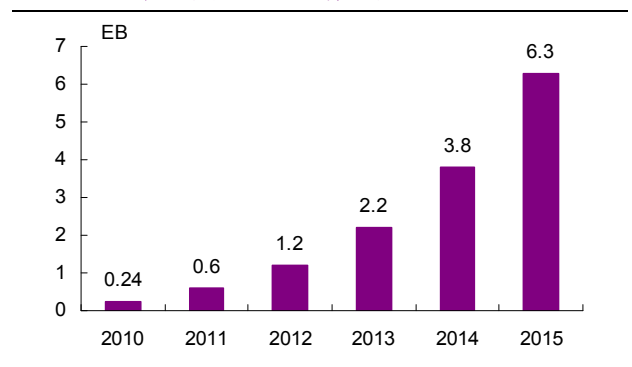
数据业务迅猛增长提升 LTE 规模商用进程

LTE 是满足当前用户不断增长的数据业务需求的最佳选择。移动用户的数据业务消费不断升级，迫切需要支持更高传输速率的网络和终端。

表 5：移动数据流量增长趋势与互联网历史相似
1997-2001 互联网流量增速与 2008-2012 移动数据增速类比

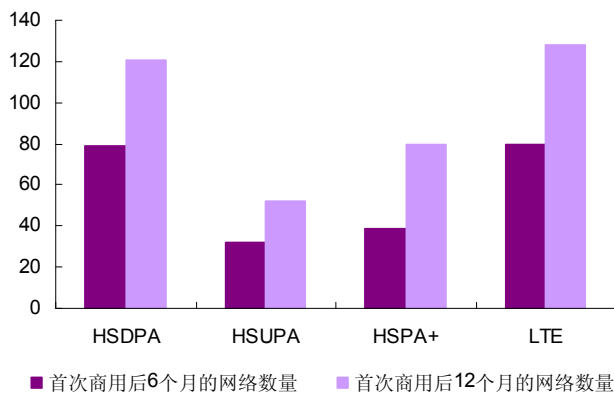
互联网数据 流量增长	同比 增长	移动数据 流量增长	同比 增长
1997	178%	2008	156%
1998	124%	2009	140%
1999	128%	2010	159%
2000	195%	2011(E)	131%
2001	133%	2012(E)	113%

资料来源：Cisco，光大证券研究所

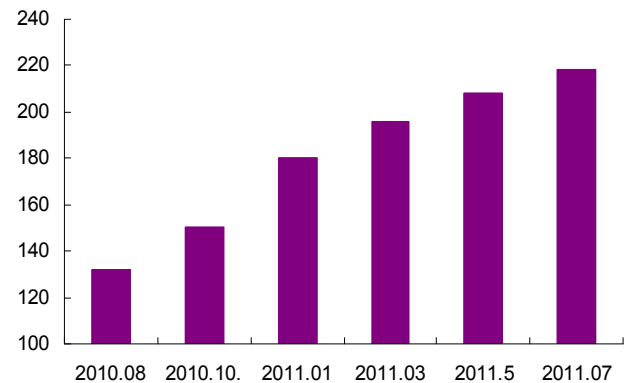
图 26：移动数据业务流量将迅猛增长
2010-2015 年全球移动数据业务流量预测

资料来源：Cisco，光大证券研究所

面对移动用户数据流量的迅猛增长，运营商在承受市场竞争、网络容量受限、成本驱动的多重压力，而部署 LTE 是解决所有这些问题的正解。LTE 以其显著优于 3G 的传输能力、易于部署的扁平化网络架构，最大限度兼容现有 HSPA 网络的低成本解决方案等多重优势，日益得到运营商的普遍接受和认可。

图 27：承诺部署 LTE 的运营商数量增速快于 HSPA
HSPA 和 LTE 距首次商用 6 个月、12 个月后的网络个数

资料来源：GSA，光大证券研究所

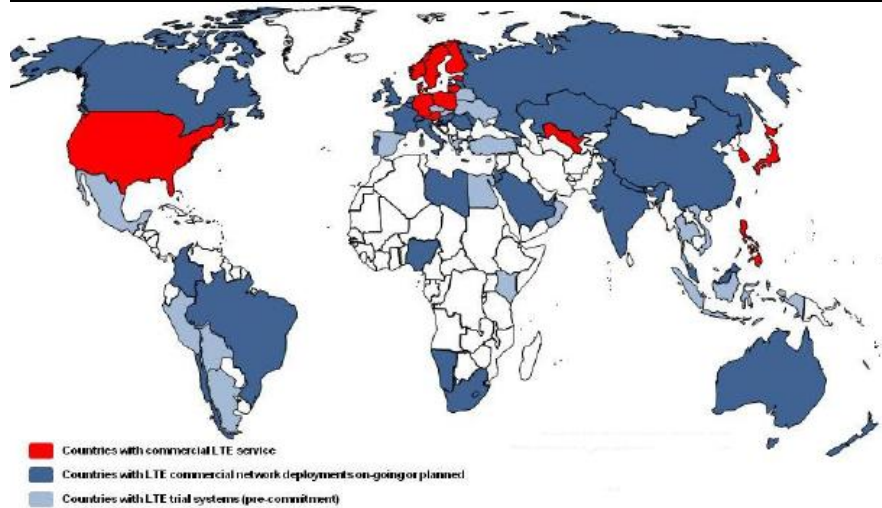
图 28：承诺部署 LTE 的运营商数量迅速扩大
承诺部署 LTE 的运营商数量增长趋势图（单位：个）

资料来源：GSA，光大证券研究所

当前，LTE 规模部署的浪潮正在席卷全球，一场从网络部署到终端日益成熟和普及的 LTE 大幕正在拉开。根据 GSA 的统计，投入商用的 LTE 网络在 2012 年底达到 93 个以上。

以亚洲为例，在今年五月份举办的“亚洲第四代无线通信 2011 高峰论坛”上，NTT DoCoMo 明确表示大力推进 LTE 的意愿。从 2010 年 12 月 24 日，其在东京、名古屋、大阪推出了 LTE 服务品牌“Xi”后，带来了巨大的效能提升和成本节省；第二阶段 LTE 业务将部署至县域省会和相同规模的城市中；而第三个阶段，计划在 2012 财年将 LTE 覆盖全国的主要城市。

图 29：全球 85 个国家的 237 个运营商正投资于 LTE
全球已投商用的、建设中的和正处在预测试阶段的 LTE 网络分布图



资料来源：GSA，光大证券研究所

LTE 规模部署将陆续拉动国际乃至国内的电信投资

根据 iSuppli 的最新研究，2011-2014 年全球用于 LTE 基础设施设备的开支总额将达到 279 亿美元。根据其提供的数据，2010 年全球 LTE 投资为 15 亿美元，然而从 2011 年至 2014 年的四年期间，投资规模将成快速增长态势，年复合增长率将达 107.5%。Maravedis 则预计到 2016 年将超过 130 亿美元。GSA 更表示未来 5 年高速移动互联网需求的增长将推动电信运营商投资近 1000 亿美元。

中移动有望于 2013 年开始部署 LTE，投资规模将超出 TD-SCDMA。在政府、运营商以及整个产业链的大力促进和推动下，TD-LTE 产业链正在日益成熟和完善。目前系统设备已经完全具备商用能力，终端芯片和各种测试设备也在开发并不断取得进展，包括高通在内的业内巨头陆续推出了支持 TD-LTE 的商用终端芯片。我们认为，中国政府主导的 TD-LTE 标准将有望于 2013 年开始规模部署、2014 年进入规模商用。中移动雄厚的资金实力、3G 时代落后带来的巨大竞争压力，都是中国移动推进 TD-LTE 商用进程、加大投资规模的源动力。由于中国移动在 TD-SCDMA 投资商的犹豫和徘徊，我们预计，中国移动在 TD-LTE 上的总体投资规模将超过 TD-SCDMA。

4.2、LTE 竞争力领先将提升公司无线产品整体盈利能力

在海外，相对于有线产品而言，中兴通讯的无线产品无论在市场布局、市场份额还是盈利能力方面，都相对滞后。我们认为，凭借在 LTE 网络产品上的领先地位，未来公司无线产品的整体市场份额和盈利能力将不断得到提升。

公司 LTE 供应商综合竞争力排名位列第三

OVC 在 2011 年 2 月发布报告称，在由产业贡献度、市场竞争力、产品竞争力和解决方案竞争力等四个部分组成的 LTE 供应商综合竞争力评测中，中兴通讯位列第三。

表 6：中兴通讯在 LTE 基础设施供应商综合评分排名中位列第三

LTE 基础设施供应商综合评分排名

供应商	总分	产业贡献度		市场竞争力		产品竞争力	解决方案竞争力
		广度	专利	新增合同	累计合同		
权重	100%	15%	10%	15%	15%	25%	20%
爱立信	4.75	5	4.8	5	4.7	4.7	4.6
华为	4.73	4.2	4.8	4.7	4.8	4.8	4.8
中兴	4.55	4	4.8	4.5	4.6	4.6	4.7
诺西	4.53	4.2	5	5	4.5	4.5	4.4
阿朗	3.68	3.8	3	4	3.7	3.7	3.8

资料来源：OVC，光大证券研究所

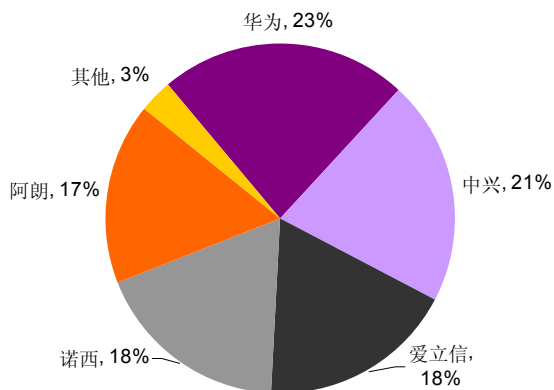
公司签订 LTE 合同数量亦位居第二

公司宣布，截至 2011 年 6 月 30 日已获得 23 个 LTE 商用合同，与全球 80 多个运营商合作部署试验网。2011 年上半年，公司的新增 LTE 商用合同数已超 2010 年全年，其中 50% 以上来自欧美市场。

此外，根据 Maravedis 的统计，在 2011 年第一季度，中兴通讯单季度取得的 LTE 合同数占比达到 14%、上升至第三位，上一季度位列第三的爱立信签约数占比则下降至 10%。

图 30：公司累积 LTE 商用合同数排名第二

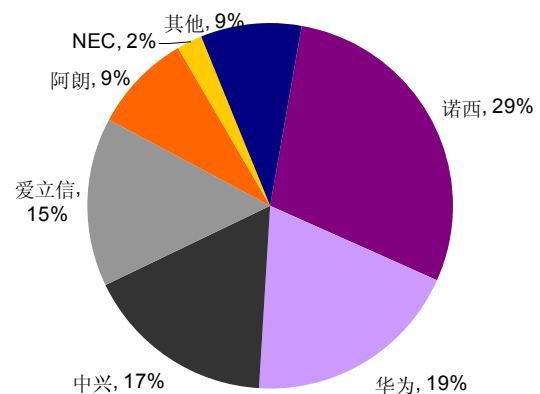
截至 2010 年底的累积 LTE 商用合同数比例分布



资料来源：OVC，光大证券研究所

图 31：公司 2010 年新增 LTE 合同数排名第三

2010 年新增 LTE 商用合同数比例分布



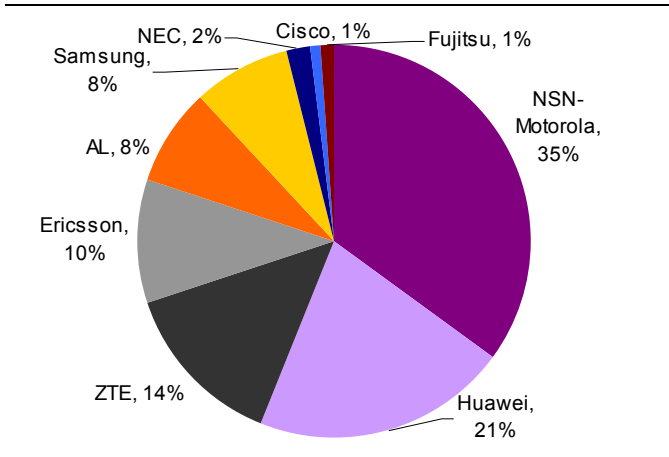
资料来源：OVC，光大证券研究所

自从公司在业内率先提出基于 SDR（Software Defined Radio）的先进无线基站架构，并通过 EPC 和 IMS 良好的解决了 LTE 对话音业务的支持后，公司的无线网络产品，特别是同时兼容 3G 和向下一代 LTE 标准的 Uni-RAN 系统解决方案逐渐得到了全球供应商的认可。

2011 年上半年，公司陆续取得马来西亚 U Mobile 的 DC HSPA+/LTE 合同、和黄在瑞典的全球首个 LTE FDD/TDD 双模商用合同、Telenor 在马来西亚的 5000 个 HSPA+/LTE 基站合同，还在斯里兰卡开通了南亚首个 LTE 网络。在 LTE 领域，公司把从欧美市场突围作为战略方向，计划到 2011 年底在欧美日等高端市场的 LTE 商用合同超过 20 个。

图 32：公司 2011Q1 新增 LTE 合同数排名第三

2011Q1 新增 LTE 商用合同数比例分布



资料来源：Maravedis，光大证券研究所

四、专利之争带来无形资产价值重估

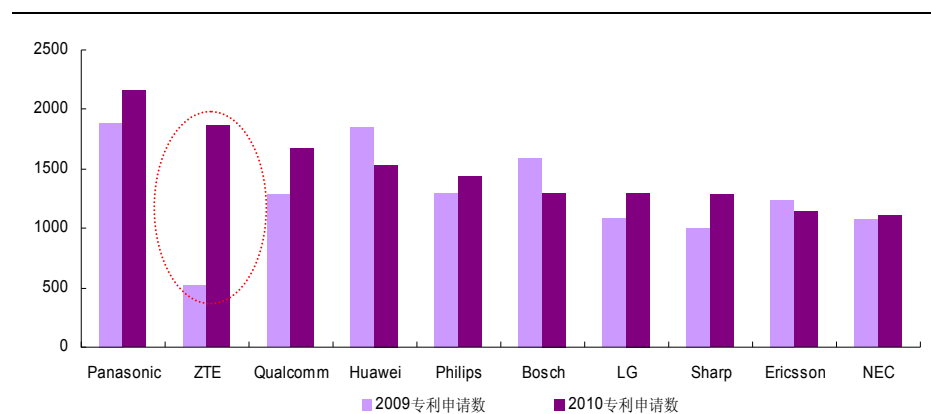
2011 年 8 月 15 日，谷歌宣布以总价约 125 亿美元收购摩托罗拉移动，其背后对于知识产权的争夺值得深思。摩托移动拥有 1.7 万项专利，另有 7500 项专利申请正处于审批程序，谷歌通过这笔交易将带来约 2.5 万项专利和专利申请，可为 Android 生态系统提供更好的保护，抵御苹果和微软等公司的专利攻势。

自今年年初，专利战已经在甲骨文和 Google、苹果和三星、微软和 HTC 之间轮番上演，我们认为，随着技术的升级，企业间的竞争已由最初的价格竞争、产品竞争、产业链竞争上升到知识产权的争夺，在加速洗牌的同时，也给技术积累深厚的企业提供了价值重估的机会。

世界知识产权组织(WIPO)公布的 2010 年全球专利申请数据显示，中兴通讯 PCT 年度申请量和排名连续 5 年大幅提升。自 2006 年 PCT 排名首度进入全球 TOP100 以来，迅速从 52 位、38 位、23 位，一路跃升至 2010 年的全球第二位。2011 年第一季度，中兴通讯凭借 974 件 PCT 申请量占据全球公司首位，松下以 559 件位居第二，中兴也是今年一季度 PCT 专利申请量全球前五名中唯一的中国企业。

图 33：2010 年中兴国际专利申请数位居第二

2009-2010 全球国际专利申请情况（单位：件）



资料来源：WIPO、光大证券研究所

目前中兴已经累计申请国内外专利超过 3.3 万项，所持有专利 90% 以上是覆盖国际通讯技术标准的基本专利，以及覆盖通讯产业关键技术的核心专利。其中，国际专利已达近 7000 余项，全面覆盖 3G、4G 核心技术，LTE 核心专利申请量行业占有率达到 7%。截至今年 9 月 18 日，国内专利总计达 26423 项，其中发明专利占 91.4%，且在云计算等新技术领域占据领先地位，截至 2010 年底，中兴通讯以 107 件云专利申请量居国内第一。

表 7：中兴在国内专利申请中占据优势

截至 2011.9.18 通信企业国内专利申请情况（单位：件）

	发明专利	实用新型	外观设计
华为	30947	1406	1995
中兴通讯	24160	1508	755
H3C	2057	452	252
爱立信	1916	6	228
思科	1451	327	155
阿尔卡特朗讯	816	0	0
诺西	512	5	0

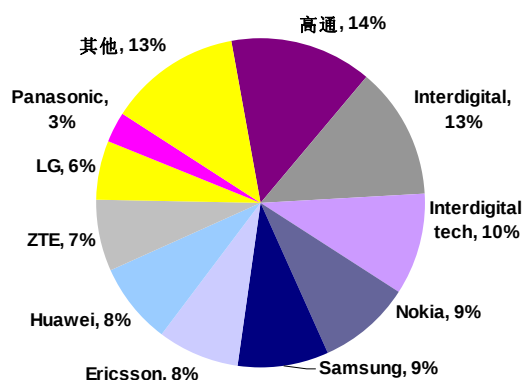
资料来源：国家知识产权局、光大证券研究所

我们认为，中兴逐步强化的知识产权优势将成为后续竞争中的有力武器，特别是在 LTE 等新兴领域的积累将进一步提升公司价值。

公司 LTE 核心专利持有比例与竞争对手相当

ETSI（欧洲电信标准研究所）公布了截至 2010 年 11 月 30 日的最新 LTE 标准专利数据库暨 ETSI IPR 数据库的查询结果，包括华为、中兴等中国厂家在内的 34 家公司发布了 LTE 标准必须使用的基本专利 (Essential Patent) 清单，其中诺基亚、三星、华为、爱立信、中兴、LG 六家设备厂商的专利数量大体相当。这说明中兴通讯在 LTE 领域已经具备与其他供应商完全相同的话语权，其在未来知识产权纠纷中的谈判能力将显著加强。

图 34：LTE 核心专利持有比例与竞争对手不相上下
LTE 核心专利持有比例分布图



资料来源：ETSI，光大证券研究所

五、公司的长、短期盈利能力均将改善

公司 2011 年上半年净利润同比下滑、股价也相应出现了较大幅度的调整，我们认为这恰恰为投资者提供了绝佳的买入时机。展望未来，无论是短期还是长

期，公司的盈利能力都将得到提升，我们做出这样的判断，主要理由如下：

5.1、上半年毛利率下降缘自扩张战略和结构性变化

2011 上半年公司毛利率下降 3.7 个百分点，使公司盈利承受了较大压力。我们认为，毛利率下降主要是受到公司扩张市场份额的战略及收入的结构性的影响。

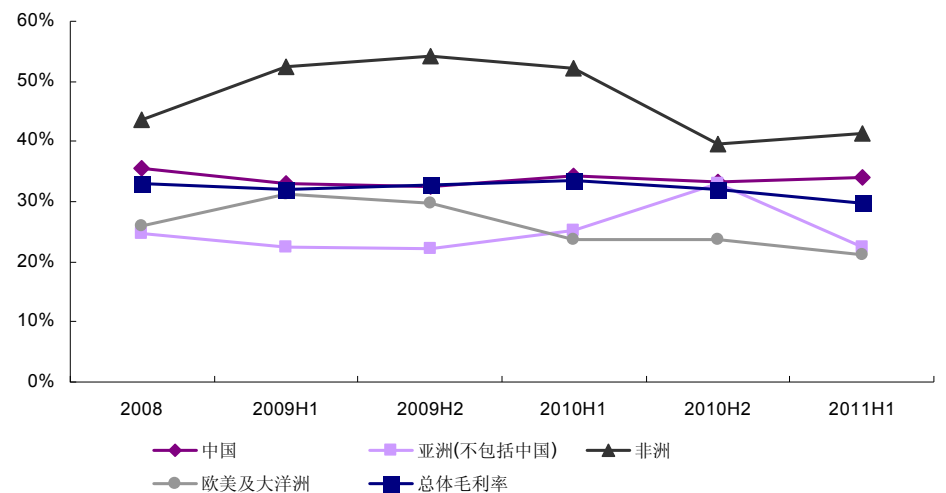
按区域来看，2011 年上半年，中国地区毛利率维持稳定，亚太、欧美和非洲地区的毛利率同比分别下降 1.6、2.6 和 10.9 个百分点。

造成总体毛利率下降的主要原因是，设备产品和终端产品今年上半年的同比下降均在 3 个百分点以上。

设备产品方面，在毛利率相对较低的欧美市场收入同比大幅增长、在总收入中的占比迅速扩大，以及非洲毛利率下降较多。由于公司在发达国家坚定推行扩张战略，欧美地区的收入增速达到 62.3%，占收比从 18% 提升至 24%，而毛利率则在 23.8% 的基础上继续下探 2.6 个百分点到 21.2%，因此拉低了整体毛利率。非洲毛利率下降则主要是由于毛利率较高的一些国家如埃塞俄比亚等国投资额波动较大，我们预计下半年随着埃塞等国收入得到确认后非洲区域的毛利率将会回升。

图 35：非洲毛利率下滑明显

近年来中兴通讯分地区毛利率变动情况



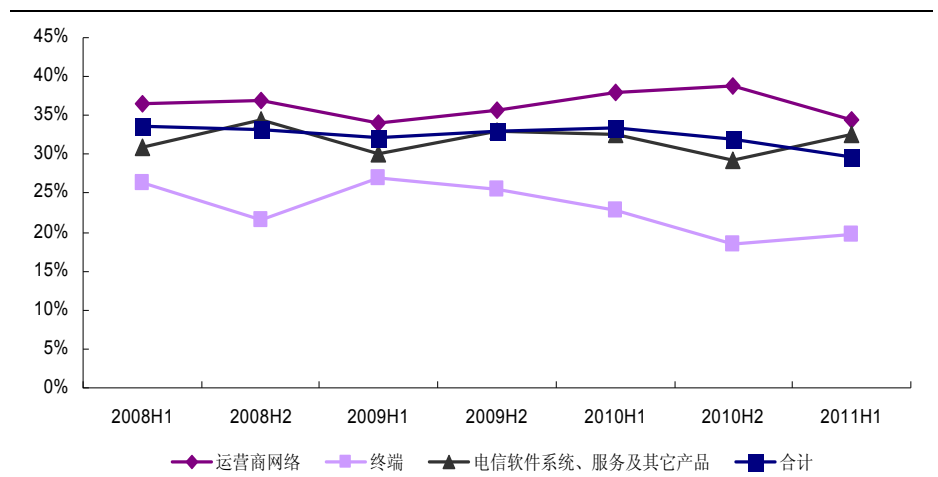
资料来源：Wind、光大证券研究所

终端产品方面，今年上半年收入同比增长 44%，毛利润增长了近 25%，毛利率同比下降了 3.1 个百分点，但与去年下半年环比则上升了 1.2 个百分点。我们认为，当前诺基亚、索爱和 LG 等手机厂商在不断降低毛利率尚还在丢失市场份额的背景下，公司希望扩大终端市场份额牺牲短期的毛利率无可厚非。

毛利率下降的原因，一方面源于公司的市场扩张战略，另一方面来自终端收入占比在总收入中的占比显著提高。公司公告显示，2011 年上半年终端的占比达到了 34.4%，比上年同期的 29.4% 上升了 5 个百分点。

图 36：终端和运营商设备毛利率波动较大

近年来中兴通讯分产品毛利率变动情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

5.2、毛利率有望企稳回升

➤ 2011 年下半年毛利率企稳回升是大概率事件

从短期来看，我们认为 2011 年下半年公司整体毛利率将明显高于上半年，从而带动全年毛利率水平企稳回升。我们做出上述判断主要基于三个理由：

(1) 国内部分，运营商将于下半年集中释放更多的资本性支出，因此有望恢复较快的同比增速，而且由于这部分收入毛利较高，将有效拉升整体毛利率；

(2) 海外部分，下半年设备赠送和搬迁竞争对手网络的比例将下降，这也会在毛利率方面有所体现。上半年非洲毛利率同比显著下降 10 个百分点，而实际上环比已经呈现出上升的迹象，未来一段时期仍将高于整体平均值；亚洲地区份额的上升将为即将到来的 LTE 奠定基础。统计数据显示，中兴亚太地区的市场份额已达 18.1%，同比去年上升 2.4 个百分点。

(3) 随着终端出货、特别是智能手机出货量的规模增长，终端产品的毛利率也将得到提升。公司明显加强了单个重点机型的推广，其好处在于前期研发成本沉淀、对上游议价能力增强、规模效应愈发突出等，从而提升了手机毛利率、“智能手机不赚钱”的状况将得到大幅改观。其中，Blade 的 2010 年出货量为 100 万部，预计 2011 年将达到 700 万部。此前，公司的数据卡、功能手机毛利率虽低，但其出货量大因而利润可观，智能手机则由于批量不够大，盈利能力并不比功能手机高。

综上所述，我们认为 2011 年下半年运营商系统设备则有望回升至 38% 左右，终端毛利率有望至少回升至 20% 以上。毛利率的企稳回升对公司的净利润增长将起到直接推动作用。

➤ 业务结构性变化无碍盈利提升

从产品结构来看，目前低毛利率的终端产品收入增速远高于运营商网络产品。因此，未来运营商网络产品的毛利率止跌回升，也并不能完全消除公司整体毛利率维持阶段性低位、甚至进一步下探的可能性。但我们认为，即使这种情况出现，公司的净利润仍有望稳步上升，即公司盈利的增长并不以毛利率的提升为前提。原因有两点：

(1) 根据我们前述分析，如果系统设备的毛利率止跌回升，且对应收入的同比增速能够从 2011 年上半年的 8% 恢复到 10% 以上，则该部分产品的造血能力将在净利润中得到较好体现。

(2) 未来终端出货、特别是智能手机出货的规模增长，及其毛利率的提升，也将带来可观利润。而我们需要提醒投资者的是，终端收入的快速增长及其毛利率的提升，很可能会由于其在总收入中的占比提高，而导致公司总体毛利率的下降或继续维持较低水平。

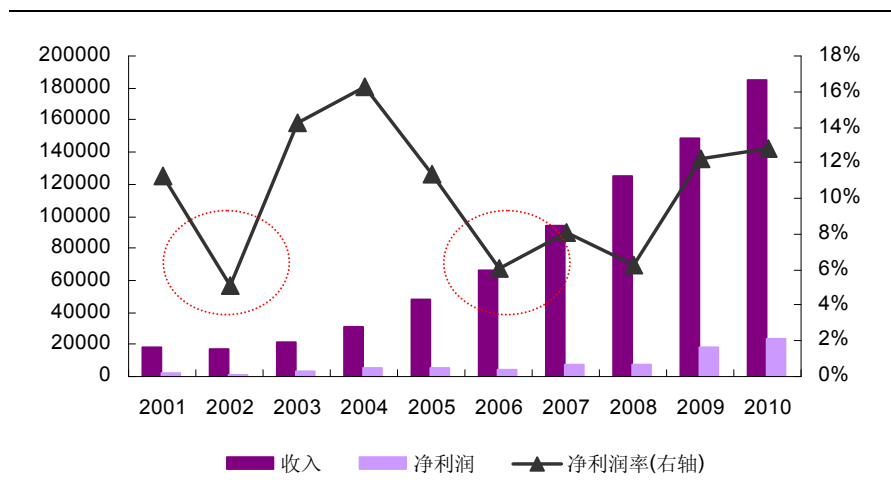
因此，只要大类产品的盈利能力均在提升，即使产品结构原因导致的加权后毛利率仍未增长，总的盈利也一定会增长。

➤ 海外业务的盈利将表现出良好的弹性

我们认为，海外市场的培育是一个“痛苦并快乐着”的过程，“痛”在毛利率下降和期间费用率上升将使企业的短期盈利经历低谷；而“乐”在经历市场份额的提升，利于长远发展。这个过程长短因市场和企业而异，大致 5-8 年。

图 37：华为在开拓海外市场过程中净利润呈现明显波动

2001-2010 华为收入、净利润及净利润率历史数据（单位：百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

以华为为例，其最早从 1996 年开始涉足国际市场；2002 年开始全面拓展海外市场；2006 年销售收入达到 71.5 亿美元，占整体销售额的 65%，海外市场销售收入五年的年均复合增长率达到 85%。虽然销售收入一路增长，但扩张过程体现在净利润率指标上却有两个较明显的下探阶段，分别是 2002 年下探到 5% 左右，以及 2006 和 2008 年下探至 6% 左右。

而中兴从 05 年开始全面拓展海外市场，至今也有 6 个年头，我们判断，其海外市场的弹性将逐步显现，预计 2015 年达到与国内相当的净利润率水平。假设公司海外收入占比稳步提升；国内毛利率稳定，而海外毛利率提升 0.5 个百分点，销售费用率下降 0.5 个百分点，其他项不变，则根据我们的测算，营业利润的增长将达到 20% 以上。

➤ 从长期看公司战略，实现市场扩张后就是稳定价格、提升毛利率

从公司的市场战略来看，在挤出竞争对手、有效抢占市场份额之后，接下来就是稳定报价、保证产品利润。经过一次又一次价格战，能够生存下来的供应商将步入稳定发展时期，成本随着规模效应被加速摊薄，从而将使价格维持相对理性和坚挺。2011 年上半年，毛利率相对较低的欧美地区收入大增 62.3%，公司在该地区的市场规模和份额都得到有效提升。至此，公司已经实现了西欧

发达国家多个主流运营商的突破，包括法国电信、Telefonica、Telenor、KPN、和记等，新增份额达 15% 左右，已经具备稳定价格、提升盈利的基础。

2010-2011 连续两年中国联通 PON 集采的招标价格变化就很好的阐释了供应商从以圈地为主到以获取利润为主的转变过程。2010 年中国联通的 PON 集采中，以华为、中兴、烽火等主流供应商竞相压低报价，一举夺取 90% 以上的市场份额；而在 2011 年 8 月份中国联通 2500 万线规模的 PON 集采中，主流厂商中没有了 1 元/PON 口的报价，只是相对低端的 EPON 平均报价比 GPON 低约 10%。三大运营商也均将“不接受低于成本价报价”作为核心条款纳入 PON 招标文件。这体现了产业链在规模效应下的价值回归，即超低价手段一般只会有限运用、产业健康发展离不开成本的正常传导。

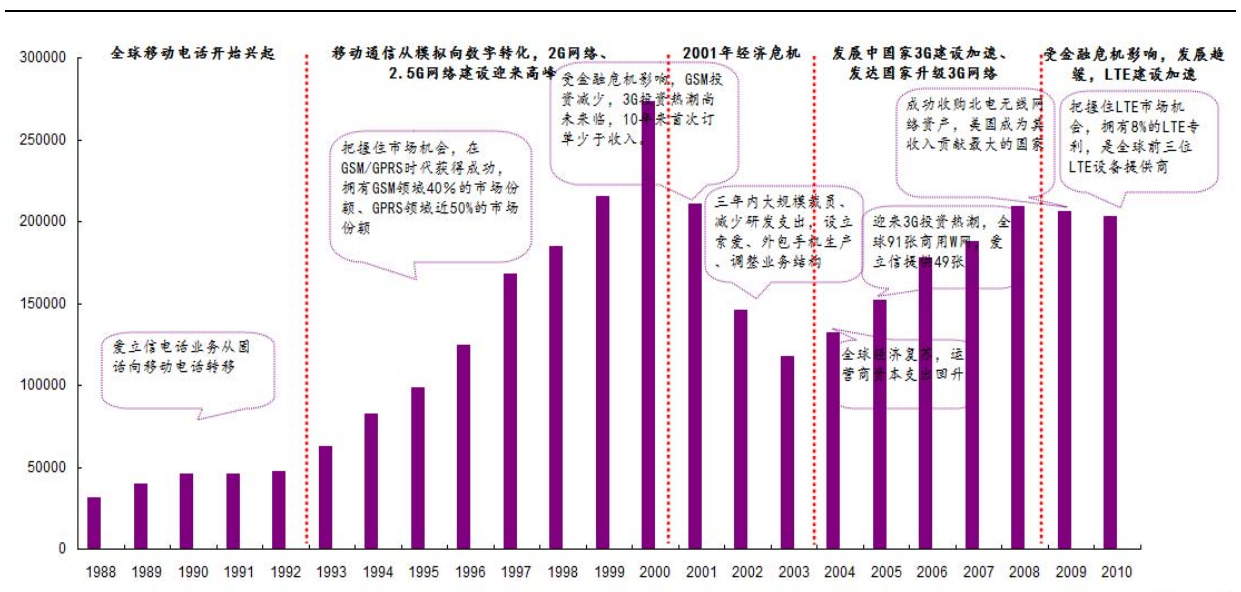
5.3、成长中的波动不改盈利提升的大趋势

由前五向前三挺进的过程中，即使业绩出现短期波动，也不影响企业盈利能力提升的长期趋势。

我们认为，企业发展应是螺旋式上升的过程，在全球通信设备商新一轮洗牌过程中，中兴排名进一步上升时，需面对外围经营环境的波动及内部管理架构的调整，以不同的发展战略来应对形势变化乃理性之举，“冲破黎明前黑暗”的经历，爱立信、华为皆有之。

图 38：爱立信的发展史亦充满波折

爱立信历年收入情况（单位：百万瑞典克朗）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

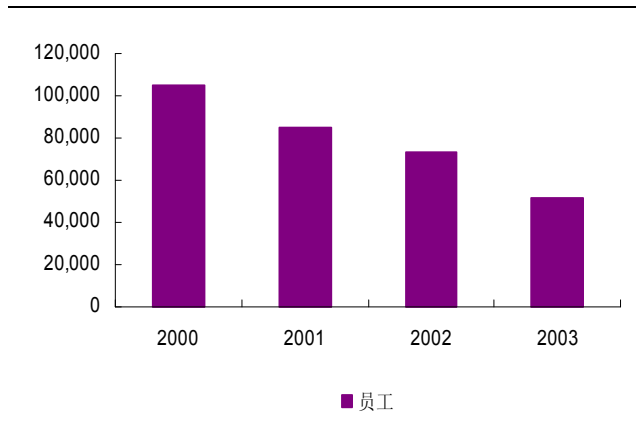
以电信业巨头爱立信为例，其在 1988-2010 年的 22 年时间里，总体维持增长趋势，但仍有短期增长趋缓，甚至下滑的情况出现。我们细致分析了 2000-2003 年间爱立信盈利下滑的原因在于：

(1) 2001 年，911 事件的冲击和互联网泡沫的破灭使得美国经济陷入负增长，从而引起欧洲、日本经济的连锁反应，全球性经济陷入低谷；

(2) 运营商资本开支的缩减使得 TDMA/PDC（时分多址/个人数字蜂窝技术）系统及 GSM 销售收入下降；

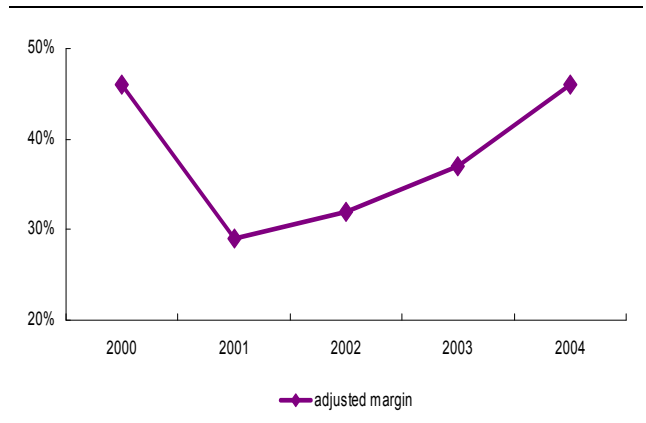
(3) 3G 技术虽已出现，但受限于产业链尚未完善，普及型终端严重缺乏，且 3G 投资热潮还未来临，3G 网络增长缓慢。

图 39：困难时期，爱立信曾大幅裁员
2000-2003 年 爱立信的员工人数 (单位：人)



资料来源：爱立信，光大证券研究所

图 40：度过“寒冬”，毛利率逐步回升
2000-2004 年爱立信毛利率情况



资料来源：爱立信，光大证券研究所

鉴于此，爱立信进入了“过冬”状态，3 年内，员工人数减少近一半，研发费用及研发中心数缩减至原来的一半以下，由于成本控制得力，加之和索尼合资成立的索爱终端业务渐入佳境，公司逐步走出了“黎明前的黑暗期”，毛利率逐步回升，盈利能力重新提升。时至 2004 年，来自于发展中国家新增用户的增长及发达国家 3G 网络的部署促使投资额重回上升通道。截至 2005 年，全球共有 91 张 WCDMA 网进入商用，而爱立信承建了其中的 49 张，同年，全球 WCDMA 用户增长 3 倍达到 4700 万。

我们认为，企业在发展过程中根据外界及自身状况而选择不同的发展策略乃是长期成长之道，曾经的中兴准确把握住了 CDMA、PHS 和终端发展的契机，在未来的 4G 时代，中兴更有能力把握突破的机会。

六、收入及盈利预测

6.1、未来销售收入将稳步增长

历史经营业绩表明过去五年以来公司的收入规模和市场份额一直在增长，未来这一趋势有望继续保持，公司的成长远未遇到天花板：

首先，公司面临良好的市场环境，未来全球运营商的设备投资、企业的 IT 支出，以及智能终端为主的电子信息消费品市场都有望保持增长；

第二，公司正由单一的通信设备商向 ICT 综合供应商转型，公司面对的市场空间将得到极大的扩展；

第三，公司的全线产品，都已经取得领先的市场地位、亦或市场份额和竞争力正在提升，特别是移动终端、数据通信产品、LTE 三大新领域，从而为公司的收入规模和市场份额提升提供了保证。收入的持续增长将为盈利的长期增长提供保证。

我们预测，2011-2013 年，公司收入仍将稳步提升，分别达到 892 亿元、1083 亿元和 1285 亿元，具体业务的拆分请见下表。

表 8：公司关键营业收入指标

	2011E	2012E	2013E
营业收入（亿元）	892	1,083	1,285
无线设备	256	318	378
有线设备	257	287	325
手机终端	249	315	386
软件及服务	131	162	197
营业收入同比增速	26.9%	21.4%	18.7%
无线设备	29.8%	24.5%	18.7%
有线设备	15.2%	11.6%	13.2%
手机终端	38.7%	26.9%	22.3%
软件及服务	26.4%	24.3%	21.3%
毛利率	31.1%	32.1%	33.1%
期间费用率	26.8%	26.5%	26.5%
归属于母公司净利润（亿元）	41.2	54.9	74.9
归属于母公司净利润同比增速	26.7%	33.3%	36.5%

资料来源：光大证券研究所

6.2、期间费用率将稳步下降

2011 年中报，公司在费用控制方面表现良好，期间费用率同比下降 2.4 个百分点，体现出公司在规模拓展的同时，提升内部效率，增收节支，精益管理的方针得到落实。

我们认为，海外市场份额的提升将最终对销售费用率产生正贡献。经我们的调研和估算，公司在国内的市场地位已经奠定，其销售费用率大概维持在 7%-8% 左右，按其 2010 年国内外销售占比估算，我们假定国内销售费用率为 7.5%，则海外销售费用率大致为 16.6%。按预测，至 2012 年，公司的海外收入占比将达到 60% 以上，此时即便国内销售费用率不变，海外销售费用率下降至 15%，整体费用率即可控制在 12% 附近，业绩弹性将得以体现。

表 9：精益管理下期间费用率逐步下降

2008-2012 年 公司期间费用率情况

	2008	2009	2010	2011H1	2011E	2012E
销售费用率	12.0%	11.7%	12.5%	13.2%	12.2%	12.0%
管理费用率	4.7%	4.3%	3.4%	3.0%	3.1%	3.1%
研发费用率	9.0%	9.6%	10.1%	9.8%	10.1%	10.0%
财务费用率	3.0%	1.3%	1.7%	1.2%	1.4%	1.4%
期间费用率	28.7%	26.8%	27.7%	27.2%	26.8%	26.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

七、估值与股价催化剂

7.1、相对估值

对于中兴通讯，我们认为，可以采用国内和国外分开估值的方法：

(1) 公司国内业务进入稳定增长期，在毛利率、期间费用率等方面都相对平

稳，故参照国内通信行业的水平，给予相应 PE。我们选取 A 股市场上通信板块中的亨通、中天、烽火、新海宜、日海、光迅，网优规划板块的国脉、三维以及射频器件的凡谷作为可比对象，其 2011-2013 年平均估值为 24 倍、19 倍和 15 倍。

表 10：国内可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (9 月 23 日)	EPS (元)			市盈率		
			11E	12E	13E	11E	12E	13E
600487.SH	亨通光电	23.46	1.21	1.5	1.7	19	16	14
600498.SH	烽火通信	29.08	1.06	1.33	1.61	27	22	18
600522.SH	中天科技	18.90	1.24	1.47	1.84	15	13	10
002089.SZ	新海宜	12.24	0.55	0.74	1.01	22	17	12
002093.SZ	国脉科技	6.15	0.17	0.22	0.27	36	28	23
002115.SZ	三维通信	16.09	0.62	0.84	1.04	26	19	15
002194.SZ	武汉凡谷	10.16	0.46	0.56	0.68	22	18	15
002313.SZ	日海通讯	35.70	0.99	1.28	1.61	36	28	22
002313.SZ	光迅科技	43.72	1.60	2.25	2.95	27	19	15
平均						24	19	15

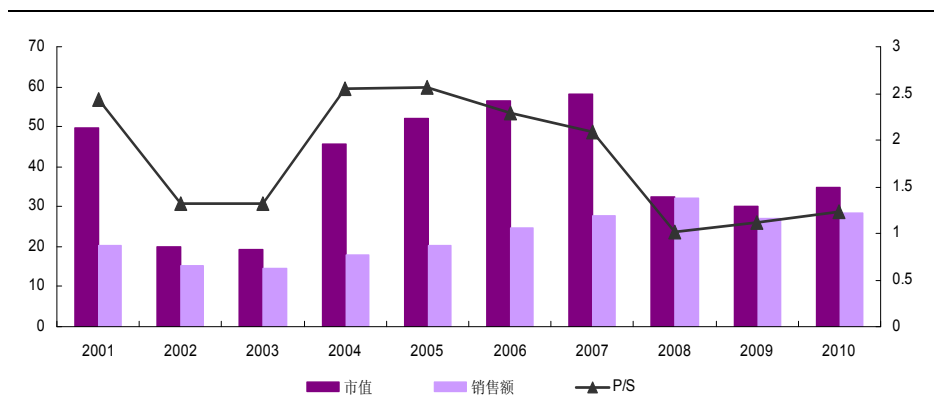
资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

虽然近年通信板块公司不断增加，但具备中兴这种技术水平、行业地位的公司仍未见到。长期看，中兴核心竞争力不断增强将是大概率事件。考虑到其在国内设备商中的龙头地位，我们给予其 2011-2013 年，国内主营业务部分（扣除投资收益）25 倍、20 倍、16 倍 PE。

(2) 公司海外业务仍处于开拓期，为提高市场占有率，常在盈利上做出暂时性的让步。此时，收入的增长更能客观反映公司成长，因此，借鉴爱立信等公司成长期的市销率更为恰当。按前文对爱立信成长历程的回顾，我们选取其 2001-2007 年间进行全球拓展时的 P/S 估值，约为 2 倍。近年来，爱立信的 P/S 虽有所下滑，但仍然维持在 1 倍以上。我们认同当前的市场竞争格局更为激烈，因此相对保守地给予中兴 0.5 倍 P/S 估值。

表 41：爱立信的 P/S 虽有所下滑，但仍在 1 倍附近

2001-2010 年间爱立信的 P/S 变化（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

综上所述，我们将中兴 2011-2013 年的收入和盈利进行拆分，如下表所示。由此可见，公司当前 630 多亿的市值明显低估，我们认为，其合理市值将在 1100

亿以上，对应股价为 32 元，维持“买入”评级。

表 11：中兴通讯国内外业务拆分

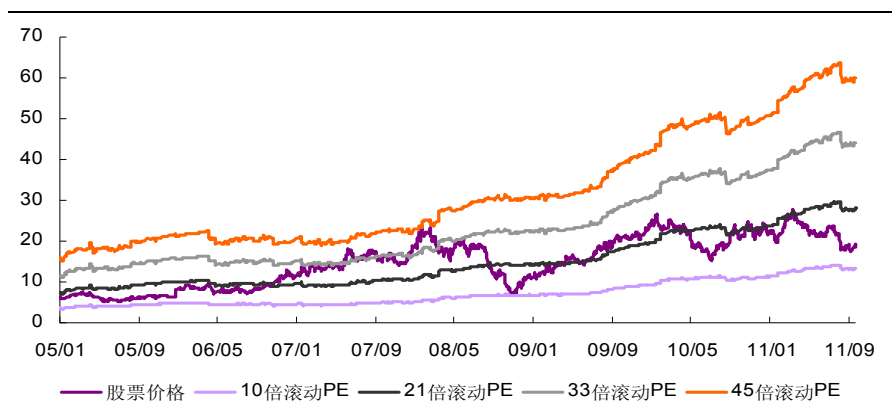
	2011E		2012E		2013E	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
收入	369	523	425	658	501	784
成本	244	371	280	455	327	533
期间费用	81	157	93	195	109	231
利润总额（扣投资收益）	45	-2	55	12	69	26
归属母公司净利润	34	-2	41	9	52	19
P/E	25	-	20	-	16	-
P/S	-	0.5	-	0.45	-	0.4
市值合计	1118		1119		1141	
对应股价	32		33		33	

资料来源：光大证券研究所

从公司自身股价看，受大盘下跌、TMT 板块走弱以及公司自身盈利波动的影响，其股价已经处于相对历史底部，和去年的最低点基本接近。根据我们的盈利预测，公司 2010-2013 年收入复合增速为 22.3%，净利润复合增速为 32.1%。综上所述，公司二级市场买点显现，为投资者提供了介入良机。

图 42：公司 P/E 估值处于历史低位

2005-2011.9 中兴通讯一致预期 P/E 区间图



资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

7.2、绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{levered})$	0.87
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	11.67%
税率	19.30%
Kd	0.00%
Ve	-
Vd	0.0

目标资本结构	2.00%
WACC	11.44%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	77.91	0.06%
第二阶段	47,899.07	38.78%
第三阶段 (终值)	75,553.26	61.16%
企业价值 AEV	123,530.24	100.00%
加：非经营性资产价值	0.00	0.00%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	123,530.24	100.00%
股本 (百万股)	3,440.08	-
每股价值 (元)	35.91	-
PE (隐含)	30.01	-
PE (动态)	15.33	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
10.44%	39.37	41.03	42.91	45.06	47.55
10.94%	36.20	37.60	39.17	40.96	43.00
11.44%	33.39	34.58	35.91	37.41	39.10
11.94%	30.90	31.91	33.04	34.31	35.73
12.44%	28.67	29.55	30.51	31.59	32.79

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	36	29	— 48
FCFE	20	15	— 29
DDM	34	27	— 45
APV	35	28	— 46
AE	35	31	— 42
EVA	22	20	— 25

资料来源：光大证券研究所

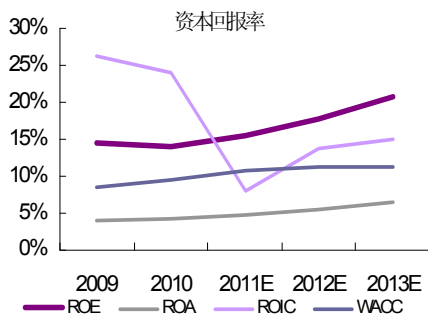
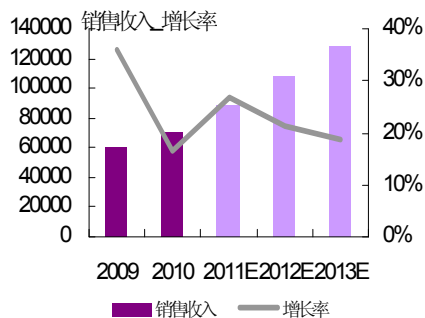
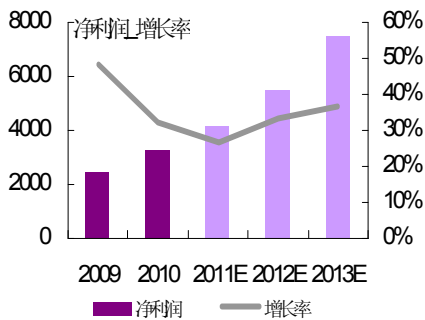
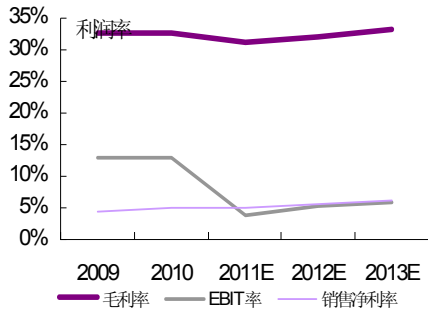
7.3、股价催化剂

我们认为，未来一段时期中兴股价的催化剂主要有以下三方面：

- (1) 国内下半年 Capex 投资同比上升带动中兴通讯国内盈利稳步增长；
- (2) 公司在终端、LTE、企业网方面的拓展超预期。Skate 手机较 Blade 更为高端，若销量表现良好，有望拉动下半年终端盈利能力有效提升；
- (3) 毛利率从 2011 年的二季度低谷开始回升，从而带动公司主营业务净利率回升到原有水平。

八、风险分析

全球及国内市场的电信投资规模和增长速度仍存在不确定性；
海外拓展进度及毛利率回升低于预期。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60,273	70,264	89,187	108,289	128,539
营业成本	40,623	47,335	61,459	73,493	85,953
折旧和摊销	763	860	977	1,117	1,257
营业税费	693	1,149	1,338	1,624	1,928
销售费用	7,044	8,755	10,881	13,042	15,425
管理费用	2,568	2,410	11,773	14,186	17,224
财务费用	785	1,198	1,228	1,482	1,434
公允价值变动损益	13	84	0	0	0
投资收益	12	497	1,100	600	500
营业利润	2,064	2,590	3,225	4,700	6,755
利润总额	3,325	4,360	5,455	7,310	9,969
少数股东损益	238	226	286	413	564
归属母公司净利润	2,458.12	3,250.25	4,116.08	5,485.92	7,490.90

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	68,342	84,152	93,132	105,835	124,781
流动资产	55,594	65,528	73,041	84,632	102,585
货币资金	14,497	15,383	16,054	21,224	23,137
交易型金融资产	0	123	0	0	0
应收账款	15,319	17,564	22,743	23,823	25,708
应收票据	779	1,290	981	1,083	1,157
其他应收款	1,060	1,390	1,159	1,299	1,414
存货	9,325	12,104	11,242	13,319	24,086
可供出售投资	254	343	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	440	918	1,028	1,088	1,138
固定资产	4,715	6,524	7,432	8,232	8,932
无形资产	614	891	1,042	1,183	1,319
总负债	50,393	59,190	64,341	72,554	85,333
无息负债	37,518	45,814	58,101	70,035	82,257
有息负债	12,876	13,376	6,241	2,519	3,076
股东权益	17,949	24,962	28,791	33,281	39,448
股本	1,831	2,867	3,440	3,440	3,440
公积金	8,255	10,608	10,218	10,218	10,218
未分配利润	6,854	9,222	12,583	16,660	22,263
少数股东权益	1,124	1,868	2,154	2,567	3,131

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3,729	942	9,303	11,151	3,998
净利润	2,458	3,250	4,116	5,486	7,491
折旧摊销	763	860	977	1,117	1,257
净营运资金增加	2,849	4,699	227	217	9,892
其他	-2,341	-7,867	3,983	4,330	-14,642
投资活动产生现金流	-2,301	-3,113	-1,967	-1,660	-1,750
净资本支出	2,053	3,038	733	2,200	2,200
长期投资变化	440	918	-110	-60	-50
其他资产变化	-4,794	-7,068	-2,590	-3,800	-3,900
融资活动现金流	1,287	3,038	-6,666	-4,320	-335
股本变化	488	1,035	573	0	0
债务净变化	2,404	501	-7,135	-3,722	556
无息负债变化	12,307	8,296	12,287	11,934	12,223
净现金流	2,732	829	670	5,171	1,913

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.08%	16.58%	26.93%	21.42%	18.70%
净利润增长率	48.06%	32.22%	26.64%	33.28%	36.55%
EBITDA 增长率	44.39%	16.03%	-61.19%	54.69%	33.53%
EBIT 增长率	49.11%	16.36%	-67.44%	66.46%	37.75%
估值指标					
PE	26	19	15	12	8
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	5	6	17	10	8
EV/EBIT	5	6	22	12	9
EV/NOPLAT	6	8	27	15	11
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.60%	32.63%	31.09%	32.13%	33.13%
EBITDA 率	14.24%	14.18%	4.86%	6.19%	6.96%
EBIT 率	12.98%	12.95%	3.76%	5.15%	5.98%
税前净利润率	5.52%	6.21%	6.12%	6.75%	7.76%
税后净利润率 (归属母公	4.08%	4.63%	4.62%	5.07%	5.83%
ROA	3.94%	4.13%	4.73%	5.57%	6.46%
ROE (归属母公司) (摊	14.61%	14.07%	15.45%	17.86%	20.63%
经营性 ROIC	26.35%	23.97%	7.96%	13.66%	15.01%
偿债能力					
流动比率	1.35	1.36	1.34	1.41	1.47
速动比率	1.13	1.11	1.13	1.19	1.12
归属母公司权益/有息债务	1.31	1.73	4.27	12.19	11.81
有形资产/有息债务	5.15	6.07	14.76	41.54	40.14
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.71	0.94	1.20	1.59	2.18
每股红利	0.30	0.17	0.41	0.55	0.75
每股经营现金流	1.08	0.27	2.70	3.24	1.16
每股自由现金流(FCFF)	1.04	0.48	0.90	1.04	-1.25
每股净资产	4.89	6.71	7.74	8.93	10.56
每股销售收入	17.52	20.43	25.93	31.48	37.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

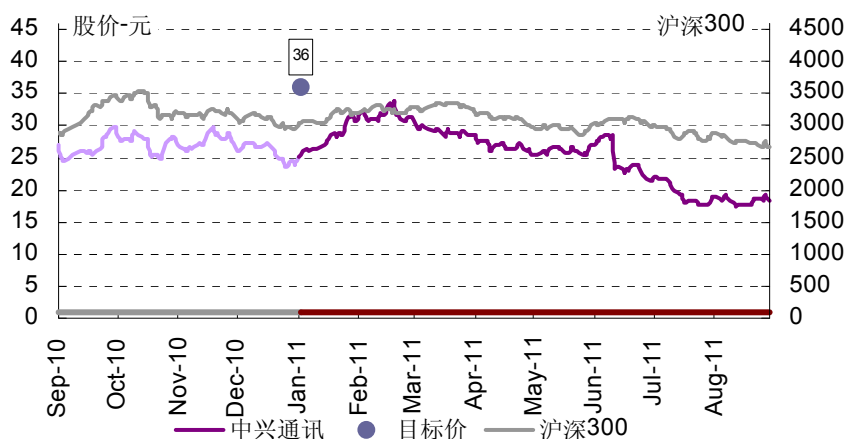
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

投资建议历史表现图

中兴通讯 (000063)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2011-01-28	25.25	36.00	买入
2011-01-31	25.25	36.00	买入
2011-03-28	31.25	50.00	买入
2011-04-19	28.98	42.00	买入
2011-05-15	26.40	42.00	买入
2011-07-10	26.40	35.00	买入
2011-08-11	19.21	30.00	买入
2011-08-31	18.43	30.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com